

ePub^{WU} Institutional Repository

Tarik Kurbegovic

Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Transitionsländern Beispiel Bosnien und Herzegowina

Thesis

Original Citation:

Kurbegovic, Tarik (2011) *Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Transitionsländern Beispiel Bosnien und Herzegowina*. Doctoral thesis, WU Vienna University of Economics and Business.

This version is available at: <http://epub.wu.ac.at/3357/>

Available in ePub^{WU}: February 2012

ePub^{WU}, the institutional repository of the WU Vienna University of Economics and Business, is provided by the University Library and the IT-Services. The aim is to enable open access to the scholarly output of the WU.

1. Beurteilerin/1. Beurteiler: **Univ. Doz. Dr. Fritz Weber**

2. Beurteilerin/2. Beurteiler: **Prof. Dr. Mersud Ferizović**

Eingereicht am: _____

Titel der Dissertation:

Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Transitionsländern Beispiel Bosnien und Herzegowina

Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades

einer Doktorin/eines Doktors

der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften an der Wirtschaftsuniversität Wien

eingereicht bei

1. Beurteilerin/1. Beurteiler: **Univ. Doz. Dr. Weber Fritz**

2. Beurteilerin/2. Beurteiler: **Prof. Dr. Ferizović Mersud**

von **Kurbegović Tarik**

Fachgebiet: **Wirtschaftsgeschichte**

Wien, im **Dezember 2011**

Ich versichere:

1. dass ich die Dissertation selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfe bedient habe.
2. dass ich diese Dissertation bisher weder im In- noch im Ausland (einer Beurteilerin/ einem Beurteiler zur Begutachtung) in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.
3. dass dieses Exemplar mit der beurteilten Arbeit übereinstimmt.

Datum _____

Unterschrift _____

KURZREFERAT

Ziel dieser Arbeit ist, einen historischen Überblick über den Aufbau des Kapitalmarktes in BuH zu geben und einen kritischen und wissenschaftlichen Beitrag zu der noch relativ jungen Diskussion rund um den Transformationsprozess und dessen Auswirkungen und Ergebnissen zu leisten. Durch die Transformation des gesellschaftlichen Eigentums, die sogenannte Privatisierung, wurde der Kapitalmarkt ins Leben gerufen. Als Fazit wird auf die Auswirkungen des Transformationsprozess in Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Situation näher eingegangen. Die Arbeit bezieht sich auf die Entwicklung, die Besonderheiten und die Probleme des Kapitalmarktes sowie die gesetzlichen Rahmenbedingungen in BuH. Vor dem Hintergrund dieses Transformationsprozesses versucht diese Arbeit den Aufbau und die weitere Entwicklung der Börse in Sarajewo zu untersuchen und zu analysieren. Letzendlich soll beurteilt werden, ob der Transformationsprozess erfolgreich war und wo ein eventueller Nachholbedarf besteht.

SCHLÜSSELWÖRTER

Bosnien und Herzegowina, Kapitalmarkt, Transition, Arbeiterselbstverwaltung, Privatisierung, Gesellschaftseigentum, Sozialismus, Planwirtschaft, Zertifikate, SASE (Sarajevo Stock Exchange), Aktien, Börse, Anleihen, Wertpapieraufsichtsrat

ABSTRACT

The aim of this work is to give a historical overview of the structure of the capital market in Bosnia and Herzegovina and to make a critical and scientific contribution to the still relatively new discussion about the transformation process and its effects and results. Through the transformation of social property, the so-called privatization, the capital market was launched. The conclusion comprises the effects of the transformation process in terms of the overall economic situation. The work focuses on the development, the characteristics and problems of the capital market and the legal framework in Bosnia and Herzegovina. Against the background of this transformation process this work tries to examine and analyze the structure and evolution of the stock exchange in Sarajevo. Finally it should be evaluated whether the transformation process was successful and where possible catch-up process is needed.

KEYWORDS

Bosnia and Herzegovina, Capital market, Transition, Worker's self-management, Privatization, Social ownership, Socialism, Planned economy, Certificates, SASE (Sarajevo Stock Exchange), Shares, Stock Exchange, Bonds, Securities and Exchange Commission

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	1
Tabellenverzeichnis	3
Abbildungsverzeichnis.....	3
1. Einleitung.....	4
2. BuH vor der Privatisierung, die Selbstverwaltung, Ante Marković – Zustand der Wirtschaft und des Kapitalmarktes, die I. Privatisierungsphase: Gesellschaftliches Privates/Staatliches.....	9
2.1. Bosnisch-herzegowinisches Wirtschaftssystem – ein Subsystem des Wirtschaftssystems Jugoslawiens	9
2.1.1. Gesellschaftliches Eigentum an Produktionsmitteln	9
2.1.2. Struktur der Institutionen des Wirtschaftssystems	10
2.1.3. Organisation der Wirtschaftsflüsse.....	11
2.1.4. Wirtschaftliche Entwicklung Bosnien-Herzegowinas.....	12
2.1.5. Stellung von Bosnien-Herzegowina in der Arbeitsteilung in Ex- Jugoslawien	15
2.2. Bosnien-Herzegowina in dem Dayton-Abkommen.....	18
2.3. Aufgaben der Planwirtschaft und des gesellschaftlichen Eigentums	19
2.3.1. Geerbte Probleme aus der Planwirtschaft.....	21
2.3.2. Das Privatisierungsgesetz der gesellschaftlichen Unternehmen.....	23
2.4. Das Erbe des Sozialismus.....	25
3. Der Krieg und seine Konsequenzen – wirtschaftlicher Aspekt, Kapitalmarkt und Bosnien-Herzegowina	32
4. Die II. Privatisierungsphase – Privatisierung mit Zertifikaten, Modell, theoretische Gliederung, Privatisierungsorganisation – Anfangseffekte, Ist-Zustand der Ökonomie und des Kapitalmarktes	38
4.1. Privatisierung.....	38
4.1.1. Gesellschaftseigentum	39
4.1.2. Spontane Privatisierung.....	39
4.1.3. Innere Privatisierung.....	40
4.2. Mögliche Lösungen	41
4.2.1. Institutionalisierte Eigentümer.....	42
4.2.2. Aktienverteilung	43
4.3. Privatisierung und Änderung der gesellschaftlichen Struktur.....	45
4.4. Privatisierungsmodelle	47
4.4.1. Gutscheine-Privatisierung	48

4.4.2. Verkauf	49
4.4.3. Insiderprivatisierung	50
4.5. Rechtlicher und institutioneller Privatisierungsrahmen in Bosnien- Herzegowina	51
4.5.1. Die Republika Srpska	55
4.5.2. Föderation von Bosnien-Herzegowina	62
4.5.3. Der Distrikt Brčko	68
4.6. Privatisierungsergebnisse in Bosnien-Herzegowina	70
4.7. Kapitalmarkt in Bosnien-Herzegowina	71
4.7.1. Finanzmechanismen der Privatisierung	71
4.7.2. Das Erbe und die Funktion des Finanzsystems in Bosnien- Herzegowina	76
4.7.3. Geerbter Kapitalmarkt	81
4.7.4. Institutionelle Form des Kapitalmarktes	84
4.7.5. Aufbau eines Kapitalmarktes in Bosnien-Herzegowina	93
4.7.6. Instrumente des Kapitalmarktes in Bosnien-Herzegowina	104
5. Gründung der SASE und Weiterentwicklung des Kapitalmarktes; Struktur der Beteiligten, Marktinstrumente, Vermittler (Makler), Entwicklung der SASE, aktuelle Lage	113
5.1. Rechtliche Grundlage für die Tätigkeit des Kapitalmarktes	113
5.2. (Entstehungs-) Geschichte der SASE	116
5.3. Das Handelssystem und die Handelsverfahren	120
5.4. Börsenindizes	130
5.5. Marktinstrumente	138
5.6. Marktkapitalisierung	144
5.7. Börsenumsätze	146
6. Widerspiegelung der Privatisierung und der Transition auf den Zustand der Ökonomie, komparative Analyse	149
6.1. Makroökonomische Ergebnisse	149
6.2. Privatisierungsergebnisse	156
6.3. Ergebnisse auf dem Kapitalmarkt	171
7. Schlussfolgerung: Inwieweit haben sich Fehler im Transitionsprozess auf die Entwicklung des Kapitalmarktes und auf die allgemeine Lage der Ökonomie ausgewirkt – wie soll es weitergehen?	175
Literaturverzeichnis	181

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Bevölkerung in BuH	33
Tabelle 2:	Spendenhilfen in USD	35
Tabelle 3:	BIP und BIP pro Kopf.....	36
Tabelle 4:	Anteil der Emittenten am BIFX zum 28. Mai 2002.....	134
Tabelle 5:	Anteil der Emittenten am SASX-10 zum 1. Februar 2011	136
Tabelle 6:	Tabellarische Übersicht der Marktkapitalisierung an der SASE 2002–2010.....	145
Tabelle 7:	Tabellarische Übersicht der Umsätze an der SASE 2002–2010.....	148
Tabelle 8:	Übersicht der Transaktionen und gehandelten Wertpapiere an der SASE 2002–2010.....	148
Tabelle 9:	Vergleich der Zuwachsrate des BNP in Südosteuropa und Bosnien-Herzegowina.....	152
Tabelle 10:	Jährliche Inflationsraten – Südosteuropa / Bosnien-Herzegowina	153
Tabelle 11:	Ausländische Direktinvestitionen in Millionen USD – Südosteuropa / Bosnien-Herzegowina.....	154
Tabelle 12:	Die erzielten Transitionsergebnisse	161
Tabelle 13:	Vermögenswert der Finanzvermittler	171
Tabelle 14:	Marktkapitalisierung–BIP Verhältnis	174
Tabelle 15:	Die größten Verlierer unter den Börsen 2008.....	179

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Grafische Übersicht der Marktkapitalisierung an der SASE 2002– 2010.	145
Abbildung 2:	Grafische Übersicht der Umsätze an der SASE 2002–2010	147

1. Einleitung

Das Thema meiner Dissertationsarbeit ist die Entwicklung des Kapitalmarktes in Bosnien und Herzegowina. Vom historischen Aspekt interessant ist die Entwicklung der Gesellschaft und der Wirtschaft in den letzten zwei Dekaden, weil Bosnien und Herzegowina gerade in dieser Periode einem Prozess grundlegender Umwandlung, bzw. Transformation unterlag. Durch die Transformation des gesellschaftlichen Eigentums, die so genannte Privatisierung, entstand der Kapitalmarkt.

Kein Ereignis hat Ende des 20. Jahrhunderts so viel Aufmerksamkeit auf sich gezogen wie der Verfall des Kommunismus und des damit eng verbundenen planwirtschaftlichen Systems in den Ländern Zentral- und Osteuropas. Ein besonders dominanter Stellenwert im Transformationsprozess gebührt der Privatisierung, die das Kernstück der strukturellen Reformen zur Schaffung einer Marktwirtschaft ist. Ein mit dem Transformationsprozess in besonderer Weise verbundenes Thema ist der noch junge und schwach entwickelte bosnische Kapitalmarkt.

Das Ziel dieser Arbeit ist es, einen historischen Überblick über den Aufbau des Kapitalmarktes in BuH zu geben und einen kritischen und wissenschaftlichen Beitrag zu der noch relativ jungen Diskussion rund um den Transformationsprozess und dessen Auswirkungen und Ergebnisse zu leisten.

In den vergangenen Jahren gab es gewisse wirtschaftspolitische Veränderungen: In BuH wurden die Märkte weitgehend liberalisiert, haben jedoch bis dato nicht allzuviel Tiefe erreichen können. Der Staat hat wiederum nur einen Teil der staatlichen Unternehmen privatisiert. Hinsichtlich strategisch wichtiger Unternehmen ging man sehr zurückhaltend vor, da darauf geachtet wurde, dass ein Mehrheitspaket in den Händen des Staates bleibt.

Für diese staatlichen Unternehmen hat die Privatisierungsbehörde einen separaten Privatisierungsplan erarbeitet: Unternehmensanteile werden nicht an der Börse gehandelt, sondern über öffentliche Ausschreibungen abgewickelt und an die besten Anbieter verkauft, die ihrerseits Neuinvestitionen in das Unternehmen, die Schaffung neuer Arbeitsplätze usw. garantieren müssen.

Die Existenz eines Kapitalmarktes allein reicht nicht aus, um Wohlstand zu generieren. Hier stellt sich die Frage, ob, organisatorisch betrachtet, der bosnische Kapitalmarkt „gut entwickelt“ ist oder Mängel aufweist, und in welcher Relation er zu der gesamten Wirtschaftsordnung steht. Außerdem ist zu hinterfragen, welche Faktoren sich auf das Vertrauen der inländischen sowie der internationalen Investoren auswirken: Welche gesetzlichen Veränderungen oder Anpassungen in Zukunft vorzunehmen sind, um den Kapitalmarkt zu entwickeln und internationalen Standards anzupassen.

Da der Transformationsprozess in BuH sehr langsam vorangeht, sollte der Frage nachgegangen werden, wie sich die Wirtschaftstransformation auf die gesamtwirtschaftliche Produktivität des Landes ausgewirkt hat. Als Fazit wird auf die Auswirkungen des Transformationsprozess in Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Situation näher eingegangen.

Anhand einer Einzelfallstudie in Bosnien und Herzegowina wird die Entstehung eines Kapitalmarktes analysiert. Dabei soll die Entwicklung des bosnischen Kapitalmarktes in Bezug auf die Entwicklung, die Besonderheiten und die Probleme des Kapitalmarktes sowie die gesetzlichen Rahmenbedingungen in BuH im Laufe der letzten 20 Jahre näher beleuchtet werden.

Vor dem Hintergrund dieses Transformationsprozesses versucht diese Arbeit den Aufbau und die weitere Entwicklung der Börse in Sarajewo zu untersuchen und zu analysieren. Es wird aufgezeigt, welche Belastungen sich aus der Vergangenheit und der Gegenwart ergeben und welche Ziele die Entwicklung des bosnischen Kapitalmarktes verfolgt. Vermittels empirischer Daten wird der aktuelle Entwicklungsstand des bosnischen Kapitalmarktes in der Föderation von Bosnien-Herzegowina dargestellt.

Des Weiteren soll aufgezeigt werden, welchen Einfluss der Transformationsprozess und die damit eng verbundene Entwicklung des Kapitalmarktes auf die allgemeine Wirtschaftsentwicklung des Landes hatten. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, müssen zuerst Kriterien bestimmt werden, mit deren Hilfe eine Analyse der aktuellen wirtschaftlichen Situation in Bosnien und Herzegowina und ein Vergleich mit der wirtschaftlichen Situation vor dem Transformationsbeginn erst möglich wird.

Zu den vielfältigen Zielen der Transformationspolitik gehören nicht nur die rasche Wiederherstellung des Privateigentums, der institutionelle Wandel und die Entwicklung des Humankapitals, sondern gleichzeitig auch wirtschaftliche Stabilität. Um dies zu gewährleisten, hat der Staat die Aufgabe, Rahmenbedingungen für eine optimale Wirtschaftspolitik zu schaffen. Das wichtigste Instrument in einer marktwirtschaftlichen Volkswirtschaft ist der Markt, der für einen funktionierenden Koordinationsmechanismus sorgt. Nur wenn diese Koordination zu unerwünschten Ergebnissen führt, soll der Staat eingreifen: „So viel Markt wie möglich, so viel Staat wie nötig.“¹ Da es in der Realität keine idealen Märkte gibt, muss der Staat sich in die Wirtschaftslandschaft einschalten, zumal der optimale Umfang staatlichen Engagements umstritten und deshalb von Staat zu Staat unterschiedlich ist. Es besteht jedoch Einigkeit darin, das „magische Viereck“ – vier wirtschaftspolitische Ziele gleichzeitig – anzustreben:

- Preisniveaustabilität: Der reale Wohlstand der Bevölkerung hängt von der Preissteigerungsrate ab. Die größten Probleme entstehen dann, wenn der Preisanstieg größer ist als der Lohn- und Gehälterzuwachs, denn das mindert die Kaufkraft der Bevölkerung, was zu Spannungen in der Gesellschaft und erhöhter Gefahr vor sozialen Konflikten führen kann.
- hoher Beschäftigungsgrad: Eine der wesentlichen Aufgaben des Staates ist, Bedingungen für einen möglichst hohen Beschäftigungsgrad zu schaffen und damit die Armut zu bekämpfen, denn Arbeitslosigkeit ist mit hohen Kosten, Ausfall von Steuereinnahmen und erhöhter Kriminalität verbunden. Inwieweit haben die wirtschaftspolitischen Entscheidungsorgane in Bosnien und Herzegowina zur Senkung der Arbeitslosenquote beigetragen?
- Wirtschaftswachstum: Ein weiteres Ziel ist, für ein angemessenes und stetiges Wirtschaftswachstum zu sorgen. Um die Produktionsleistung zu steigern, ist es erforderlich, qualitative Produkte herzustellen, die verglichen mit ausländischen Produkten im In- wie Ausland konkurrenzfähig sind. Ist Bosnien

¹ Karl Schiller, deutscher Wirtschaftspolitiker (Bundeswirtschaftsminister 1966–1972), war an der Entstehung des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes mit seinen im „Magischen Viereck“ dargestellten Zielen beteiligt.

und Herzegowina den Marktanforderungen hinsichtlich der Konkurrenzfähigkeit von Produkten und Dienstleistungen nachgekommen?

- außenwirtschaftliches Gleichgewicht: Ungleichgewichte in den Außenbeziehungen könnten sich negativ auf das Beschäftigungs-, Wachstums- und Preisniveaueziel auswirken. Für BuH ist dieses Ziel besonders wichtig, da es für eine wirtschaftliche Weiterentwicklung neues Kapital benötigt, jedoch sollten hohe Auslandsverschuldungen vermieden werden, da diese schnell zu Überschuldungen führen können.

Diese Ziele, die man aus gesellschaftlichen Grundwerten wie Wohlstand, Freiheit, Frieden, Gerechtigkeit und Sicherheit ableitet, sollen in Hinsicht auf die durchgeführten wirtschaftspolitischen Maßnahmen in BuH seit Beendigung des Krieges näher betrachtet werden. Die Arbeit wird sich hierbei anhand dieser wirtschaftspolitischen Ziele dem Vergleich der wirtschaftlichen Situation in BuH vor dem Kriegsausbruch und heute widmen. Dabei soll vor allem untersucht werden, inwieweit die eingeschlagenen Transformationsstrategien die wirtschaftspolitischen Ziele verwirklichen konnten. Von besonderer Bedeutung sind deren Auswirkungen und Ergebnisse. Letztendlich soll beurteilt werden, ob der Transformationsprozess erfolgreich war und wo ein eventueller Nachholbedarf besteht.

Im gegebenen wirtschaftlichen und politischen Umfeld soll eine Verbesserung der Börsen-Funktionsfähigkeit dargestellt werden. Der Privatisierungsprozess sollte auch einen Beitrag zur allgemeinen Entwicklung der Wirtschaft und des Wohlstandes im Land, zur Stabilisierung des Alltags und der Politik leisten. Das Problem war jedoch, dass die meisten Länder, die den Prozess der Transformation durchliefen, im Allgemeinen für die Herausforderungen, die dieser Prozess mit sich brachte, nicht gerüstet waren. Vor allem verfügten die Nachfolgestaaten Jugoslawiens nicht über geeignete personelle Ressourcen. Die an dem Privatisierungsprozess beteiligten Experten halfen zwar mit, die Transformation durchzuführen, waren aber fachlich nicht kompetent genug, alle notwendigen Schritte einzuleiten, um diesen Prozess problemlos und in kurzer Zeit zu beenden. Weitere Gründe, die die Privatisierung erschwerten, waren eine unzureichende Ausbildung des Personals, die Unerfahrenheit der Bevölkerung, die Orientierungslosigkeit der Politiker, die Schwarzmarktbildung,

der Missbrauch von Amtsträgern und die Korruption zu Lasten des Staates und der Bevölkerung.

All das sind Probleme, die der bosnischen Wirtschaft, den Betrieben sowie der Bevölkerung einen großen materiellen Schaden zufügten. Auch resultierten daraus Destabilisierungen auf der sozialpolitischen Ebene. Ein Großteil der Bevölkerung zweifelte an der Richtigkeit des Transformationsprozesses und blickte nostalgisch auf alte Zeiten zurück, wodurch die Entwicklung des Landes und der Fortschritt in der europäischen Integration gehemmt wurden.

Diese Probleme sollen in dieser Arbeit anhand der Entstehung und Entwicklung des Kapitalmarktes in BuH analysiert und konkrete Optimierungspotentiale ausgearbeitet werden. In einer Analyse von erforderlichen Maßnahmen werden Möglichkeiten für einen neuen Weg aufgezeigt, der zur wirtschaftlichen Genesung und Weiterentwicklung des Kapitalmarktes in BuH beitragen soll und auch von den Bürgern dieses Landes akzeptiert werden kann. Neue gesetzliche Rahmenbedingungen sollten diesen Markt liberalisieren und für Investoren attraktiver machen. So wurden beispielsweise das Custody-Geschäft (Wertpapierabwicklung und -verwaltung) genehmigt und eingeführt sowie offene Investmentfonds, und die ersten Anleihen angeboten. Die genannten Beispiele sind am bosnischen Kapitalmarkt eine Neuheit, jedoch an internationalen Kapitalmärkten schon lange vertreten. Die Arbeit soll deswegen am Beispiel anderer Kapitalmärkte internationale Standards aufzeigen und die Möglichkeiten ihrer Anwendung am bosnischen Kapitalmarkt erörtern.

Andererseits haben auch die am Kapitalmarkt mitwirkenden Regulationskörperschaften und Institutionen, wie beispielsweise die Wertpapierbörse, die Wertpapierkommission, das Wertpapierregister sowie Banken und Brokerhäuser, Interesse an der Weiterentwicklung. Sie wirken bei der Ausarbeitung neuer Gesetzesvorschläge in den meisten Fällen zusammen und versuchen eine gemeinsame Lösung für alle Beteiligten zu finden. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, leistet diese Arbeit einen Beitrag zu neuen Vorschlägen und könnte als Basis für eine Verbesserung gesetzlicher Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt dienen.

2. BuH vor der Privatisierung, die Selbstverwaltung, Ante Marković – Zustand der Wirtschaft und des Kapitalmarktes, die I. Privatisierungsphase: Gesellschaftliches Privates / Staatliches

2.1. Bosnisch-herzegowinisches Wirtschaftssystem – ein Subsystem des Wirtschaftssystems Jugoslawiens

Das jugoslawische Gesellschaftssystem determinierte das Wirtschaftssystem Jugoslawiens, dadurch die wirtschaftlichen Subsysteme der Republiken und autonomen Gebiete und damit das Wirtschaftssystem von Bosnien-Herzegowina. Solche Verhältnisse schränkten die Selbstständigkeit Bosnien-Herzegowinas, aber auch die der anderen Republiken beim Kreieren und beim Aufbau eines eigenen Wirtschaftssystems ein, sodass die zahlreichen Mängel in der Funktionsfähigkeit nicht der Eigenständigkeit zugeschrieben werden können, sondern den Lösungen, die außerhalb des Landes zu Stande kamen und auf der gesamtstaatlichen Ebene Ex-Jugoslawiens geschaffen wurden.

Die Hauptmerkmale des Wirtschaftssystems Bosnien-Herzegowinas waren:

2.1.1. Gesellschaftliches Eigentum an Produktionsmitteln

Eigentum an Produktionsmitteln und Kapital ist die Grundlage für unterschiedliche Arbeitsformen, somit auch für entsprechende Produktionsverhältnisse, was den Charakter des Wirtschaftssystems bestimmt.

In Bosnien-Herzegowina war im Rahmen des ex-jugoslawischen Wirtschaftssystems Eigentum an Produktionsmitteln definiert. Das dominierende Eigentum hatte zwei Entwicklungsphasen. Unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg dominierte das Staatseigentum an Produktionsmitteln und es determinierte auch das administrative Wirtschaftssystem. Staatseigentum bedeutete, dass der Staat der Eigentümer – der Titular – am Großteil der Produktionsfonds war. Die Beteiligung des Privateigentums war minimal und unwesentlich.

Als in den 50er-Jahren das staatliche Eigentum in gesellschaftliches transformiert wurde, das nun dominierend war, entschied man sich für das Selbstverwaltungssystem in der Wirtschaft, das ganze vierzig Jahre vorherrschend sein sollte. Das gesellschaftliche Eigentum war, rechtlich gesehen, eine Negierung des Eigentums, denn es gab keinen Titular über die Eigentumsrechte an den Produktionsmitteln, womit auch die Möglichkeit der Aneignung von Arbeitsresultaten aufgrund der Eigentumsrechte ausgeschlossen war.²

Die Grundlage des staatlichen wie auch des gesellschaftlichen Eigentums war ein nicht-marktwirtschaftliches System und somit war das Eigentum auf einer niedrigeren wirtschaftlichen Effizienzstufe in der Produktion als in marktwirtschaftlichen Systemen. Gemeinsam sind dem administrativen und dem Selbstverwaltungssystem in der Wirtschaft die Diskriminierung der Privatwirtschaft. Dies zeigte sich, als in der Wirtschaft zu Beginn die staatliche, später die gesellschaftliche Form dominierte.

2.1.2. Struktur der Institutionen des Wirtschaftssystems

Das Wirtschaftssystem war für die Anzahl und für die Struktur der Behörden determinierend. Die erste Behördengruppe umfasste die wichtigsten Träger der Aktivitäten in der Wirtschaft, d. h. der unterschiedlich strukturierten Unternehmen, der Banken und Versicherungsgesellschaften sowie anderer, unwesentlicher Formen der Wirtschaftsträger. Die zweite Gruppe stellten die staatlichen Strukturen, die direkt oder indirekt auf die wirtschaftlichen Abläufe einwirkten, sei es, dass ein Rahmen für deren Abwicklung festgelegt, oder deren Ausrichtung direkt bestimmt werden sollte. Die dritte Gruppe stellten die anderen Behörden und Institutionen, wie Gewerkschaften, Genossenschaften, Kammern u. ä.. Es soll aber hervorgehoben werden, dass sich die Wirtschaftssysteme nicht nach der Art der Institutionen unterscheiden, sondern nach ihrer Organisationsform, ihrer Wirkungsart und ihrer wirtschaftlichen Selbständigkeitsstufe im Wirtschaftssystem. Die Organisation und Wirkung der Unternehmen im jugoslawischen Wirtschaftsraum war wesentlich anders als markt-

² Golić, B.: *Ekonomika prostora u privrednom razvoju BiH*, Sarajevo 1994, S. 162.

wirtschaftliche westliche Systeme. Diese Unternehmen spiegelten den Charakter des administrativen und Selbstverwaltungssystems wider und waren auch seine Träger.³

2.1.3. Organisation der Wirtschaftsflüsse

Im administrativen Wirtschaftssystem Ex-Jugoslawiens, somit auch dem Bosnien-Herzegowinas (vorherrschend bis 1952), war die wirtschaftliche Rolle des Staates sowohl in der gesetzgeberischen als auch in der operativen Dimension von einem dirigistischen Konzept in der Wirtschaftspolitik bestimmt: der Lenkung der Wirtschaft von einem Zentrum aus. Der zentrale Staatsplan stellte den funktionalen Grundrahmen dar, womit die Wirkung des Marktes und seiner Gesetzmäßigkeiten ganz ausgelöscht wurden. Die Abwicklung der Wirtschaftstransaktionen erfolgte aufgrund von Entscheidungen des administrativen Staatsapparates. Staatsorgane übten auch die unmittelbare Leitungsfunktion in einzelnen Unternehmen aus und normierten auch die Wirtschaftsprozesse. Die Organisation der Unternehmen erfolgte nach dem Vorbild der Staatsverwaltung als Gemeinde-, Kreis-, Landes- oder Staatsunternehmen. Für ein administratives Wirtschaftssystem, das aus dem gesamtstaatlichen Budget unterstützt wurde, ist eine umfangreiche Planung charakteristisch, dementsprechend gab es auch einen starken administrativen Einfluss. Bei der Beurteilung der Funktionsfähigkeit des administrativen Systems muss man in Erinnerung behalten, dass es gleich nach dem Zweiten Weltkrieg mit dem Ziel aufgebaut wurde, die Resultate der Revolution zu konsolidieren und die ärmlichen Akkumulationsmittel, die in erster Linie für den Wiederaufbau der vom Krieg zerstörten Wirtschaft, aber auch für die Förderung und Beschleunigung der Industrialisierung nötig waren, an einer Stelle zu sammeln. Ein so organisiertes Wirtschaftssystem konnte in Kürze sehr hohe Wachstumsquoten erreichen, was seine positive Seite ist, doch wurden die von einzelnen Personen und Arbeitskollektiven initiierten Initiativen, kurz: die wirtschaftliche Motivation unterdrückt und die extensive Wirtschaftsentwicklung gewann Oberhand über die intensive. Es gab keine Konkurrenz, die technische und technologische Unterentwicklung nahm zu.

³ Ibid, S. 165.

In dem wirtschaftlichen Selbstverwaltungssystem war die Rolle des Staates in der Wirtschaft relativiert im Vergleich zu der Periode administrativer Verwaltung. Anstelle der früheren, befehlgebenden Rolle des Staates ergab sich eine koordinierende Aktivität zwischen dem Staat und den Unternehmen. Wesentlich mehr Wirkungsmöglichkeiten für den Markt und seine Gesetzmäßigkeiten wurden eröffnet. Die wichtigsten Charakteristika dieses Systems waren das gesellschaftliche Eigentum an Produktionsmitteln und die vollkommene Unterdrückung der wirtschaftlichen Rolle des Staates im operativen Bereich, durch die Belassung des Marktes und seiner Gesetzmäßigkeiten – aber nur im Bereich von Waren und Dienstleistungen, nicht auch im Bereich des Kapitals. Die wirtschaftliche Selbständigkeit der Unternehmen wurde wesentlich gestärkt und, was ganz wichtig ist, das Einkommen wurde zum grundlegenden Motivationsfaktor bei der Arbeit. Die Grundlage des wirtschaftlichen Selbstverwaltungssystems war auch das Bestreben, bestimmte Änderungen in der sozialistischen Wirtschaftstheorie in Bezug auf das Verhältnis der Gesetzmäßigkeit der Wertschöpfung und Planung einzuführen, die sich gegenseitig nicht ausschließen, sondern ein komplementäres Verhältnis aufbauen sollten.

Die Folge solch eines Verständnisses der gegenseitigen Abhängigkeit war die Akzeptanz der „Güterproduktion“ in den sozialistischen Wirtschaften. Neu ist auch die Einführung des selbstverwaltenden Produktionssystems, das unterstellt, dass die Arbeitnehmer die Träger von Verwaltungsfunktionen und Rechten sind, was man als Höhepunkt der Humanisierung in den Produktionsverhältnissen betrachtete. In den ersten Jahren der Selbstverwaltung, etwa in den 60er-Jahren, waren materielle und gesellschaftliche Fortschritte nicht zu übersehen. Doch nachdem stärkere Einwirkungen des Marktes in die Wirtschaftsabläufe nicht erfolgreich waren, kam es zu einer Verlangsamung des Wirtschaftsprozesses, und es wurden spärliche Resultate erzielt.⁴

2.1.4. Wirtschaftliche Entwicklung Bosnien-Herzegowinas

Die wirtschaftliche Entwicklung Bosnien-Herzegowinas war sowohl in der Dynamik als auch strukturell wesentlich weniger ausgeprägt als die wirtschaftliche Entwick-

⁴ Ribnikar, I.: Ukidanje društvenog vlasništva, Društvena istraživanja, Zagreb, Nr. 1, 1993, S. 34.

lung Ex-Jugoslawiens. Vor dem Zweiten Weltkrieg war Bosnien-Herzegowina ein unterentwickeltes Agrarland mit einem sehr langsamen Wirtschaftswachstum. Mehr als ein Viertel der Bevölkerung lebte von der Landwirtschaft und nur 2% der Bevölkerung waren in der Industrie beschäftigt. Mehr als 90% des Eisenbahnnetzes waren schmalspurig. Diese schwache wirtschaftliche Grundlage wurde im Zweiten Weltkrieg durch die Kriegseinwirkungen zerstört. Erst 1951 hatte Bosnien-Herzegowina wieder die Einwohnerzahl aus 1940 erreicht; bis 1946 waren erst 69% der Vorkriegsindustriekapazität wieder aufgebaut. Die wirtschaftliche Grundlage Bosnien-Herzegowinas war nach dem Krieg geschwächt. In den ersten Aufbaujahren gab es nur 165.000 Beschäftigte, was in etwa 6,7% der Bevölkerung ausmachte. Die Landwirtschaft, obwohl unentwickelt, war mit ca. 36% des gesellschaftlichen Bruttoeinkommens der führende Wirtschaftssektor, die Industrie kam auf nur 13%. In den Jahren danach konnte sich das Land relativ schnell entwickeln, und diese Entwicklung äußerte sich vor allem in einem ständigen Wachstum des Bruttoeinkommens, der Beschäftigungszahlen, des Kapitalfonds, in gestiegenen Investitionen sowie anderen Entwicklungsmerkmalen. In den ersten zehn Jahren nach dem Krieg wurde das gesellschaftliche Bruttoeinkommen versiebenfacht, das Einkommen pro Einwohner vervierfacht, die Beschäftigtenzahl in der Wirtschaft stieg um das 5-fache, in der Industrie um das 8-fache. Der Wert der Entwicklungsfonds wurde um das 12-fache erhöht.⁵

Die Entwicklungsdynamik täuschte eine rasche Entwicklung vor, doch ging diese im Verhältnis zu den anderen Republiken Ex-Jugoslawiens und zu Jugoslawien insgesamt verhältnismäßig langsam vor sich. Die durchschnittliche Wachstumsquote des gesellschaftlichen Bruttoeinkommens 1947–1984 betrug 5,2% pro Jahr und lag damit unter dem Wert in den anderen Republiken und autonomen Gebieten sowie in Jugoslawien insgesamt, die im Durchschnitt um 5,5% wuchsen. Das durchschnittliche Produktionswachstum in der Zeit 1952–1984 war mit 8,2% über den jugoslawischen Werten.

Unmittelbar nach dem Krieg waren die Wachstumsquoten hoch, in den 60er- und 70er-Jahren war die Entwicklungsdynamik geringer. Danach kam es zur Stagnation

⁵ Statistički godišnjak SR BiH za 1989, RZS, Sarajevo, 1990.

und sogar zu einer Rückentwicklung, sodass die Wirtschaft in Bosnien-Herzegowina wie in ganz Jugoslawien, nach den 80er-Jahren in eine tiefe Krise schlitterte.⁶

Da die Industrie in der Wirtschaftsstruktur in Bosnien-Herzegowina dominierte (über 50% des gesellschaftlichen Bruttoeinkommens wurden in dieser Zeit in der Industriegewirtschaft erwirtschaftet), kann man durchaus von einer monostrukturellen und nicht von einer polistrukturellen wirtschaftlichen Grundlage sprechen. Die Industrie bestimmte den Charakter und das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung in Bosnien-Herzegowina.

Die Hauptcharakteristika der industriellen Entwicklung waren:

1. In der Produktionsstruktur dominierten Branchen mit einer niedrigen Verarbeitungsstufe der Rohstoffe, die sich zumeist auf die vorhandenen Naturschätze stützten. Industrielle Produktion gab es in BuH nämlich in 34 Industriebereichen. Die Grundstoffindustrie überzog mit mehr als 50% die gesamte industrielle Produktion. Es handelt sich um Industriebereiche wie Energieversorgung und die Herstellung von Gütern (Metallindustrie, Stein-, Sand-, Garn- und Stoffherzeugung u. ä.). Im Vergleich zu Ex-Jugoslawien war die Grundstoffindustrie in der Industriestruktur in Bosnien-Herzegowina mit mehr als 30% vertreten. Der Anteil des Energiebereiches war um ca. 45% höher als in Ex-Jugoslawien. Im Rohstoffabbau dominierte die Metallurgie mit ca. 70% über den Durchschnitt Ex-Jugoslawiens.⁷

2. Die Produktpalette war sehr klein und wirtschaftlich ineffizient. In der Struktur der industriellen Produktion dominierten nämlich Produkte mit einem sehr niedrigen Verarbeitungsgrad wie Kohle, nicht verarbeitetes Eisenerz, Eisen, Rohstahl, Stahlguss, schwere halbfertige Produkte, Eisenschienen, Eckeisen, Rolldraht, Betoneisen, Boxit, Tonerde, Asbesterg und -fasern, Keramik-Rohstoffe, Rohkaolin, Salz und viele andere. Diese Auswahl an Produkten war auf den Bedarf der Wirtschaft in Ex-Jugoslawien ausgerichtet. Sie ergab sich aus dem Vorkommen an Bodenschätzen, war daher aber auch räumlich bestimmt, d. h. unflexibel hinsichtlich der Standorte.

⁶ Materijalni i društveni razvoj SR BiH 1947–1984, Sarajevo, 1986.

⁷ Golić, B.: Ekonomika prostora u privrednom razvoju BiH, Sarajevo 1994. Statistički godišnjak Jugoslavije za 1989.

3. Die Industrie in Bosnien-Herzegowina war von hoher Kapitalintensität. Der durchschnittliche Kapitalkoeffizient der Industrie war in Bosnien-Herzegowina um ein Viertel höher als der Industriedurchschnitt Ex-Jugoslawiens, was man daher nicht als positiv für Bosnien-Herzegowina werten kann. Die Industrieentwicklung in Bosnien-Herzegowina war auf die so genannte „technische Wirtschaft“ ausgerichtet. Das bedeutet, dass bevorzugt in die Grundfonds (Gebäude- und Ausstattungsanlagen) investiert wurde, die Anlagen aber keine entsprechenden wirtschaftlichen Begleit-effekte hatten, was sich auf die Modernisierung der industriellen Struktur negativ auswirkte. Von den gesamten Investitionen Bosnien-Herzegowinas wurde mehr als ein Drittel in die grundlegenden Industriefonds geleitet, die zu dieser Zeit um das 18-fache zunahmen. Aufgrund einer größeren Verwendung der Naturpotenziale wurde mehr in alle Industriebereiche investiert. Die Verwertung dieser Schätze verlangt hohe Investitionen, bringt erhebliche Energie-/Verkehrskosten mit sich, und wirkt sich auf das Umfeld aus (Verkehrsinfrastruktur, Energieleitungen, Depots, große Lagerplätze und andere Umwelt-Einwirkungen). Zu solch einer Schlussfolgerung führt auch die überdurchschnittlich hohe Energie- und Verkehrsintensität der bosnisch-herzegowinischen Industrie. Laut früheren Forschungen hatte die Industrie in Bosnien-Herzegowina im Vergleich zum Durchschnitt in Ex-Jugoslawien auf 100 Einheiten der Endproduktion um 18% höhere Energie- und um 16% höhere Verkehrskosten. Bei einzelnen Industriezweigen unterschieden sich die Energiekosten um das 10- bis 20-fache, im Verkehrswesen mehr als das 8-fache.⁸

2.1.5. Stellung von Bosnien-Herzegowina in der Arbeitsteilung in Ex-Jugoslawien

Bosnien-Herzegowina war eine föderale Einheit Ex-Jugoslawiens. In der Zeit von der Sitzung des antifaschistischen Landesrates der Volksbefreiung von Bosnien-Herzegowina (*Zemaljsko antifašističko vijeće narodnog oslobođenja Bosne i Hercegovine, ZAVNOBiH*) bis zum Dayton-Abkommen, war für die wirtschaftliche Entwicklung von Bosnien-Herzegowina charakteristisch, dass sie – verglichen mit den anderen Republiken und mit dem Stand in Ex-Jugoslawien – immer niedrigere

⁸ Ekonomski razvoj do 2000. god. kao faktor prostornog uređenja SR Bosne i Hercegovine, Ekonomski institut Sarajevo 1980.

Werte aufwies. Die Wachstumsquote des gesellschaftlichen Bruttoeinkommens war immer unter dem jugoslawischen Durchschnitt, aber auch unter dem Durchschnitt anderer Republiken, so auch in der wirtschaftlichen und der Arbeitseffizienz. Die Ursachen für die Unterentwicklung Bosnien-Herzegowinas liegen nicht in dem nicht ausreichenden Ausbau der Binnenwirtschaft, (obwohl auch diese Gründe nicht außer Acht gelassen werden sollen), sondern zum Großteil in der Wirkung exogener Faktoren – der wirtschaftlichen und politischen Maßnahmen auf der gesamtstaatlichen Entscheidungsebene. Diese Maßnahmen wirkten weder unterstützend noch fördernd auf die bosnisch-herzegowinische Wirtschaft.⁹

Als Hauptgründe für die Unterentwicklung der bosnisch-herzegowinischen Wirtschaft im Vergleich zu Ex-Jugoslawien und den meisten ex-jugoslawischen Republiken, könnte man die nicht adäquate Struktur der bosnisch-herzegowinischen Wirtschaft nennen. Die jugoslawische Arbeitsteilung gewährte Bosnien-Herzegowina die Rohstoffhersteller-Stellung, d. h. die der Entwicklung industrieller Basiszweige. Die Struktur der industriellen Produktion ist also ein Ergebnis der generellen Strategie der wirtschaftlichen Entwicklung Ex-Jugoslawiens, in welcher Bosnien-Herzegowina die Rolle des wichtigsten Erzeugers von primären Rohstoffen und halbfertigen Produkten für den Bedarf des ex-jugoslawischen Marktes beschieden war. Solch eine die Entwicklung Bosnien-Herzegowinas offensichtlich stark beeinträchtigende Orientierung wurde damit gerechtfertigt, dass Bosnien-Herzegowina reich an Erzen und anderen Naturschätzen sei und im Vergleich zu den anderen Gebieten Ex-Jugoslawiens wettbewerbsfähiger für die Entwicklung gerade der industriellen Basiszweige.

Somit war die Industrieentwicklung direkt an Naturressourcen gekoppelt. Solch eine Produktion hatte eine sehr ungünstige Stellung bei der primären Aufteilung in Ex-Jugoslawien. Dieser wirtschaftliche Nachteil zeigte sich in der Disproportion der Preise, da die Preise der meisten primären Rohstoffe und der Produkte mit weniger Verarbeitung fix und vom Staat vorgegeben waren, während die Preise der End-

⁹ In der Zeit 1956–1982 war der physische Umfang der industriellen und Landwirtschaftsproduktion in BuH in der Ebene des jugoslawischen Wachstums (Industrie 8,7%, Landwirtschaft 2,7%), dabei wurde aber in derselben Zeit ein Tief der grundlegenden Produktionsfonds und des gesellschaftlichen Bruttoeinkommens pro Einwohner verzeichnet. Die Produktionsfonds fielen pro Einwohner in BuH in der Zeit 1955–1982 um ca. 20% unter dem jugoslawischen Durchschnitt. Das gesellschaftliche Bruttoeinkommen betrug 83% des jugoslawischen Durchschnittes pro Einwohner in BuH und fiel 1982 auf 68%, und somit auf fast nur die Hälfte der wirtschaftlichen Entwicklung in Jugoslawien.

produkte, die meistens in den anderen Republiken hergestellt wurden, frei bestimmt werden konnten. So kam es zur Umverteilung des Einkommens aus den in Bosnien-Herzegowina dominierenden industriellen Basiszweigen in die Verarbeitungsindustrie der anderen Republiken. Auf diese Weise unterstützte Bosnien-Herzegowina die Entwicklung anderer Regionen zu seinen eigenen Lasten.

Wie stark sich diese und andere exogene Faktoren auf die wirtschaftliche Entwicklung Bosnien-Herzegowinas im Verhältnis zu dem gesamtjugoslawischen Raum auswirkte, zeigen alle relevanten Daten, vom Wachstum des gesellschaftlichen Bruttoproduktes, über die Beschäftigungsquote, bis hin zu den grundlegenden Produktionsfonds.¹⁰

Alle Merkmale der wirtschaftlichen Entwicklung zeigen,

- dass Bosnien-Herzegowina sowohl im Vergleich zu Jugoslawien als auch im Vergleich zu den anderen Republiken wesentlich zurückgeblieben ist;
- dass die Grenzwerte speziell im Hinblick auf das gesellschaftliche Bruttoeinkommen pro Einwohner und die grundlegenden Produktionsfonds (Grundfonds und Umlaufvermögen) besonders erhöht sind;
- dass sich die Tendenzen der wirtschaftlichen Unterentwicklung von Bosnien-Herzegowina in Bezug auf die gesamte jugoslawische Wirtschaft nach 1984 bis zur Disolution Ex-Jugoslawiens fortsetzten und vertieften;
- dass die bosnisch-herzegowinische Wirtschaftsagonie ihren Höhepunkt im Krieg 1992–1995 erlebte, als große Kriegerstörungen die schon erheblich erschütterte und angegriffene wirtschaftliche Grundlage Bosnien-Herzegowinas völlig entkräfteten.

Insgesamt kann man sagen, dass das wirtschaftliche Erbe Bosnien-Herzegowinas eher eine Last als ein Ansporn für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung darstellte.

¹⁰ Wenn wir annehmen, dass 1984 das gesellschaftliche Bruttoprodukt pro Einwohner für Jugoslawien 100 ist, gestaltete sich sein Wert in den Republiken wie folgt: Bosnien-Herzegowina 68,2, Montenegro 77,8, Kroatien 125,3, Makedonien 65,3, Slowenien 200,9, (engeres) Serbien 98,8, Kosovo 26,3 und Vojvodina 121,5. Die Daten entstammen den jährlich veröffentlichten Statistiken Jugoslawiens für 1981, 1982, 1983 und 1986.

2.2. Bosnien-Herzegowina im Dayton-Abkommen

Bis 1991 war Bosnien-Herzegowina eine der sechs konstituierenden Einheiten – eine der sechs Republiken – Ex-Jugoslawiens, hatte 4,377.000 Einwohner (1990) und ein BNP pro Einwohner in Höhe von US\$ 2.429. Mit der Disolution des Ex-Staates wurde Bosnien-Herzegowina im April 1992 als selbständiger Staat international anerkannt und im Mai desselben Jahres Mitglied der Vereinten Nationen. Der Krieg begann 1992 und endete mit dem in Dayton (USA) vereinbarten und am 15. Dezember 1995 in Paris unterzeichneten Friedensvertrag. Mit diesem Friedensvertrag wurde die Verfassung von Bosnien-Herzegowina festgelegt. Es entstand ein komplizierter Staat, bestehend aus zwei Entitäten (Föderation von Bosnien-Herzegowina und Republika Srpska), denen später mit Beschluss der Schlichtungskommission der EG auch der Brčko Distrikt von Bosnien-Herzegowina als selbständige administrative Einheit im Rahmen Bosnien-Herzegowinas angeschlossen wurde.

Nach dem Dayton-Abkommen und der Verfassung von Bosnien-Herzegowina obliegt die gesetzgebende Gewalt dem aus zwei Kammern bestehenden Staatsparlament (Vertreter- und Volkskammer). Bosnien-Herzegowina wird von einer dreiköpfigen Präsidentschaft geleitet, die zentrale Regierung ist der Ministerrat mit 6 Ministerien und zumeist internationalen Zuständigkeiten: Außenangelegenheiten, Außenhandel und wirtschaftliche Angelegenheiten, zivile Angelegenheiten und Kommunikationen, Menschenrechte und Flüchtlingsangelegenheiten, europäische Integration, Schatzamt. Auf der gesamtstaatlichen Ebene wurden später noch einige Organe, bzw. Agenturen gegründet.

Die meisten Zuständigkeiten im Sozialen, Wirtschaftlichen, im Bildungs- und Gesundheitswesen, in der Industrieentwicklung, einschließlich der Nutzung der Naturressourcen und der Konzessionsvergabe für die Nutzung der Naturressourcen sind praktisch in den Händen der Entitäten. Solch eine Situation ist für eine nachhaltige Entwicklung des Landes nicht geeignet. In der Föderation von Bosnien-Herzegowina stehen sie unter einer beachtlichen Einflussnahme der untergeordneten administrativen Einheiten, der Kantone.

Bestimmte Zuständigkeiten der staatlichen Institutionen hinsichtlich der nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklung des Landes sowie des Umweltschutzes liegen in der Sphäre internationaler Beziehungen, multi- und bilateraler Zusammenarbeit, der Schließung, Koordination und Umsetzung internationaler multi- und bilateraler Vereinbarungen und Verträge im Außenhandel, gemeinsamer Investitionen, der Harmonisierung der Steuerpolitik und globaler, bzw. regionaler Umweltschutzprogramme.

2.3. Aufgaben der Planwirtschaft und des gesellschaftlichen Eigentums

Bei der Umsetzung des Privatisierungsverfahrens muss jedes Land seine eigene Methode finden. Die Privatisierung einer Planwirtschaft mit Unternehmen im gesellschaftlichen Eigentum ist aus mehreren Gründen ein Sonderfall. Es müssen dabei die Charakteristika des Systems in Betracht gezogen, und die Abschaffung des gesellschaftlichen Eigentums mit der Bankenreform in Verbindung gebracht werden, sodass im Zuge der Privatisierung das fehlende „gesellschaftliche Kapital“ in öffentliche Verschuldung umgewandelt wird.

In den Ländern Ex-Jugoslawiens hat jedoch keine Privatisierungsmethode diese Umstände in Betracht gezogen, sodass im Grunde genommen alle „Modelle“ gleich und hinsichtlich des makroökonomischen, mikroökonomischen und sozialen Aspekts sehr ungünstig waren. Gesellschaftliches Eigentum wurde am Ende des Prozesses abgeschafft, doch da besonders viel Wert auf die freie Distribution der Aktien (Aktienverteilung an volljährige Bürger ohne Kapitalzufluss) gelegt wurde, brachte dieser Prozess den Unternehmen weder eine bessere Struktur noch ein größeres Kapital. Da darüber hinaus die Mehrheit der neuen Inhaber eher Spekulationsansätze als den Ansatz zu gutem Wirtschaften zeigte, haben die Unternehmen auch die Vorteile der Privatisierung ungenügend zu spüren bekommen.

In Ex-Jugoslawien begann der Übergang zur Marktwirtschaft Ende 1988. Alle anderen Staaten gingen auf die Marktwirtschaft aus der Planwirtschaft mit staatlichem Eigentum und zentraler Gestaltung der Wirtschaft über. In Jugoslawien wechselte der Gesamtstaat, später auch die Nachfolgestaaten, aus einem plan-

wirtschaftlichen System über gesellschaftliches Eigentum und dezentralisierte Wirtschaft zur Marktwirtschaft.¹¹

Alle Wirtschaften, die zur Marktwirtschaft wechselten, hatten zwei Gemeinsamkeiten: die Einschränkung des Binnenmarktes und Instabilität. Durch den Zerfall Ex-Jugoslawiens entstanden kleinere Binnenmärkte. Zum Verlust des Außenmarktes kam es durch die Verringerung der wirtschaftlichen Aktivität in den Ländern, die früher untereinander handelten. Folgen hatte auch die Abschaffung des bevorzugten Handelns zwischen den Teilrepubliken, wie beispielsweise das staatlich regulierte Verrechnungsverfahren gegenseitiger Geldforderungen nach dem Clearingprinzip, da man mit konvertiblem Geld die Leistungen zu erbringen beginnt.

Eine der Folgen des Krieges war Instabilität, die zusätzlich durch die Unmöglichkeit gestärkt wurde, soziale Vereinbarungen mit der Bevölkerung zustande zu bringen und ihre Interessen zu schützen, wodurch die schwierige Situation nur noch mehr vertieft wurde. Es wäre wichtig gewesen einen sozialen Dialog zu führen, vor allem mit einer Vielzahl von Menschen, die mehrere Jahre hindurch das Land verteidigt hatten, was jedoch nicht geschehen ist.

Das Ambiente, in welchem also der Übergang zur Marktwirtschaft realisiert werden sollte – durch Abschaffung des gesellschaftlichen Eigentums –, zeigte sich als eine wesentliche Einschränkung des Binnenmarktes und als Verlust eines wichtigen Teils des ehemaligen Außenmarktes und einer unklaren Möglichkeit, den sozialen Dialog aufzubauen. Zu allen diesen Umständen kam noch das Problem aller ex-jugoslawischen Länder, somit auch Bosnien-Herzegowinas, hinzu: eine instabile Währung.

Dieser Prozess begann nach dem Wandel 1988 in allen jetzt selbständigen Staaten gleich: mit dem ersten und zweiten Marković-Gesetz über gesellschaftliches Kapital (*Zakon o preduzećima*)¹².

¹¹ Ribnikar, I.: Ukidanje društvenog vlasništva, Društvena istraživanja, Zagreb, Nr. 1, 1993, S. 38.

¹² Službeni list SFRJ, Nr. 77/78.

2.3.1. Geerbte Probleme aus der Planwirtschaft

Das Problem des jugoslawischen plan- und marktwirtschaftlichen Systems (sozialistische Selbstverwaltung) lag weder im gesellschaftlichen Eigentum der Unternehmen, noch in der Arbeiterselbstverwaltung. Gesellschaftliches Eigentum bedeutete, dass hinter den Produktionsmittel niemand stand, den man zum Unternehmenseigentümer hätte ernennen können. Trotzdem mussten zumindest manche Eigentumsingerenzen jemandem zugesprochen werden, und in unserem Fall waren es die Beschäftigten.¹³

Das gesellschaftliche Eigentum kann es ohne die Arbeiterselbstverwaltung nicht geben, so wie es die Arbeiterselbstverwaltung ohne gesellschaftliches Eigentum nicht geben kann, d. h. es war niemand vorhanden, der als Eigentümer der langfristigen Finanzierungsmittel in Frage kam.

Wie die Geschichte gezeigt hat, handelte es sich offensichtlich um eine utopische Wirtschaftsordnung, die, wie jede Utopie, zu etwas Anderem heranwächst. Solch eine Wirtschaftsordnung kann eine Zeit lang überstehen, könne jedoch letztendlich aufgrund des finanziellen Aspektes nicht bestehen bleiben. Dies muss bei der Transformation von der Plan- in die Marktwirtschaft berücksichtigt werden.

In der jugoslawischen Wirtschaftsordnung (gekennzeichnet durch gesellschaftliches Eigentum und Arbeiterselbstverwaltung) gab es zudem einige Finanzprobleme: an erster Stelle war es der Mangel an Unternehmens-Neugründungen und falls es dafür doch den Willen und die Bereitschaft gab, fehlte es an der Kapitalbeschaffung.

Eine Entstehungsbedingung für die Unternehmen ist das Vorhandensein von Eigentümerkapital oder „langfristigen Finanzierungsquellen“ – in Jugoslawien ist es ein Quasi-Eigentümerkapital gewesen. Dieses Kapital kann nicht von der Gesellschaft kommen, weil der Eigentümer nicht die Gesellschaft sein sollte, sondern eine juristische oder natürliche Person. Und welche Person würde das tun, wenn sie weiß, dass das langfristig angelegte Eigentum zum gesellschaftlichen Eigentum wird? So entstanden Unternehmen mit einer ungewöhnlichen Finanzstruktur, nämlich, mit sehr wenig langfristigen Finanzierungsquellen.

¹³ Ibid, S. 35.

Die Finanzstruktur, die für Neugründungen oder auch für Unternehmen nach größeren Investitionen charakteristisch ist, war nicht planmäßig gestaltet. Es war einfach ganz leicht, jegliche Kapitalmenge über Bankendarlehen zu bekommen. Es handelte sich um einen Vorgang, der auch für Marktwirtschaften charakteristisch war, doch die Kontrolle über Banken, die im Vergleich zu den Unternehmen einen zehnfachen Kapitalumfang aufwiesen, lag beim Staat. Diese herausragende Rolle der Banken wurde zu Beginn des Privatisierungsprozesses nicht als Problem erkannt.

Eine weitere Folge dieser ungewöhnlichen Finanzstruktur der Unternehmen war die Inflation, was zu einem Bestandteil des Ambientes wurde, in welchem die Unternehmen in gesellschaftlichem Eigentum tätig waren. Die Inflation hat den positiven Nominalzins in einen negativen Realzins verwandelt und Kredite in Geschenke. Auf diese Weise haben Unternehmen das Eigentum der Banken und dadurch auch das Eigentum der Bankengläubiger stark reduziert.

Bei der Planung des Übergangs aus dem plan- und marktwirtschaftlichen System hätte man erwarten können, dass Charakteristika des Systems in Betracht gezogen würden (vor allem die Verbindung zwischen den Unternehmen und den Banken, zweier Institute, die profitorientiert handeln sollten).

Man hätte gleichzeitig eine Sanierung der Banken und die Abschaffung des gesellschaftlichen Eigentums der Unternehmen erwartet. Die Kredite in den Bilanzpassiva der Unternehmen waren die Gegenposition zu den Bilanzaktiva der Banken. Als Folge davon konnte man diese Kredite entweder als negative Kursdifferenzen oder als schlechtes Darlehen betrachten.

Der Fehler wurde begangen, als die Entscheidungsträger erlaubten, dass Banken mit unbeschränkter Haftung über Nacht in Aktiengesellschaften mit beschränkter Haftung umgewandelt wurden. Als das vollzogen wurde, hätte man, um die Situation richtig einschätzen zu können, mit der Abschaffung des gesellschaftlichen Eigentums an den Unternehmen beginnen sollen. Dann hätte sich gezeigt, dass das, was aufgeteilt, oder wofür ein Eigentümer gefunden werden sollte, sehr wenig war. Es wäre auch das offensichtlich geworden, was jetzt verschleiert ist oder wird, nämlich, dass die Hauptprobleme der Unternehmen deren hohe Verschuldung ist, bzw. dass sie zu wenig Kapital haben. Das gilt insbesondere für die Banken. Das geringste Problem

wäre, dass die Unternehmensvermögen keinen Eigentümer haben. Außerdem wäre es klar geworden, dass das Eigentum eines so hoch verschuldeten Unternehmens mit zu wenig Kapital nicht etwas ist, wofür es zu kämpfen lohnt.

2.3.2. Das Privatisierungsgesetz der gesellschaftlichen Unternehmen

Das Wirtschaftssystem Ex-Jugoslawiens funktionierte trotz der genannten Mängel gut, vergleicht man es mit einem zentralen Plansystem. Doch dies verschleierte in Wirklichkeit nur den wahren Zustand. In den ex-jugoslawischen Ländern, so auch in Bosnien-Herzegowina, kamen zwar zeitweilig Zweifel auf, ob Arbeiter überhaupt „leiten und verwalten“ könnten, weil für die Unternehmensleitung und -aufsicht Fachwissen notwendig wäre. Diese Zweifel wurden jedoch in den Hintergrund geschoben, da es doch immer auch Möglichkeiten für ein Weiterführen der Unternehmen gab, wenn noch nicht alle Reserven ausgeschöpft waren und die Kosten vorgetragen werden konnten.

Ende 1988 kam es mit dem Gesellschaftsgesetz (*Zakon o preduzećima*)¹⁴ zu einem Wandel. Durch dieses Gesetz wurden die Voraussetzungen für die Abschaffung des gesellschaftlichen Eigentums geschaffen, bzw. für den Übergang in die Marktwirtschaft. Dieses Gesetz sah folgende Veränderungen vor: Die gleichzeitige Transformation des gesellschaftlichen Eigentums und der Banken, in der Form, wie sie bis zu diesem Zeitpunkt bestanden; institutionelle Investoren als Kapitaleigentümer, bzw. als Unternehmens-eigentümer; die Erhaltung der Unternehmensautonomie und die schrittweise Übertragung der Unternehmensaufsicht auf die neuen Unternehmenseigner. Die Abschaffung des gesellschaftlichen Eigentums sollte durch den Verkauf von neu ausgestellten Aktien oder durch den Tausch der Forderungen gegen langfristige Kapitalinvestitionen vollzogen werden. Auf diese Weise wäre grundsätzlich ein relativ schmerzloser Übergang aus dem planwirtschaftlichen in ein markt-wirtschaftlichen System möglich gewesen.

Doch wurde das Gesellschaftsgesetz nicht entsprechend genutzt. Schon da hätte man sehen können, was später als eine Charakteristik aller Gesetze im ex-jugoslawischen Raum und in Bosnien-Herzegowina ersichtlich werden sollte, wenn man über den

¹⁴ Službeni list SFRJ, Nr. 77/78.

sozialen und wirtschaftlichen Aspekt der eingeleiteten Veränderungen spricht: Die Bestimmungen des Gesetzes sollten offensichtlich sicherstellen, dass eine bestimmte Gruppe von Menschen – aus dem Blickwinkel des Gesetzgebers die „Richtigen“ – Unternehmenseigner werden sollten.

Es stellte sich heraus, dass dieses Gesetz nicht umgesetzt werden könne, denn die Idee, das gesellschaftliche Kapital würde mit dem Verkauf abgeschafft werden und jeder Preis, den man bekäme, würde der richtige und faire sein, war vom Standpunkt der Marktwirtschaft aus unlogisch.

Des weiteren kam es nicht in Frage, dass jemand über Kapitalaufstockung zum Eigentümer wird, denn dann hätte er wegen der Unternehmensschulden und -kredite mehr Geld investieren müssen, als durch den Kauf des Unternehmens. So zeigte sich schon mit dem ersten Gesetz, dass der Staat daran interessiert war, über die Unternehmen zu Geld zu kommen. Die ganze Zeit über wurde nämlich dem Verkauf Vorrang gegeben, bzw. wurde etwas, das im Widerspruch mit der wirtschaftlichen Denkweise steht, vorrangig behandelt. Das Gesetz war von der Idee geprägt, dass das gesellschaftliche Eigentum mit dem Verkauf des „gesellschaftlichen Kapitals“ abgeschafft werden könne, aber für einen Preis, der einige Prozent des wirklichen oder fairen Wertes dieses Kapitals ausmache. Dieser offenbare Widerspruch machte dieses Gesetz inakzeptabel.

Das zweite „Marković-Gesetz“ (*Zakon o društvenom kapitalu*) sollte der Beginn des „internen Aktienwesens und der Quasi-Aktiengesellschaften im gemeinsamen Eigentum“ sein.¹⁵ Der Hintergrund dieses Gesetzes war, dass die vorrangigen Aktionäre wahrscheinlich die Mitarbeiter und Gläubiger sein würden, doch war all das, womit man das Ziel erreichen wollte, ein Fehlschlag. Schon mit dem ersten Gesetz wurde nämlich der Kapitalbildung durch Verkauf des „gesellschaftlichen Eigentums“ Vorrang gegeben. Dies stand aber im Gegensatz zur Vorgabe, eine Kapitalbildung mittels Kapitalaufstockung durch Aktienemission zu erzielen.

Wirtschaftlich brachte dieses Gesetz keine Besserung. Den Unternehmen wurde kein frisches Kapital zugeführt wurde – der Erwerb von „gesellschaftlichem Kapital“ war sowohl für Investoren und auch für den Staat attraktiver als der Erwerb von

¹⁵ Službeni list SFRJ, Nr. 46/90.

Neuemissionen, bzw. als Kapitalaufstockungen. Die Aufsicht über die Unternehmen kam in die Hände jener, die eigentlich beaufsichtigt werden sollten. Im Gegenteil, es erhöhte sich die soziale Inakzeptanz, da beim Verkauf des „gesellschaftlichen Eigentums“ der buchhalterische Wert des Unternehmens als Wertermittlungsbasis herangezogen wurde, wobei Angestellte, die interne Aktien der Unternehmen kauften, in denen sie beschäftigt waren, zusätzliche Preisminderungen aufgrund der Beschäftigungszeit, der Gehaltshöhe und des Arbeitsplatzes erhielten. Zudem stellte die Veräußerung interner Aktien auf Kredit eine Besonderheit dar.

So hatte dieses Gesetz verhängnisvolle Auswirkungen: Da es für die Entscheidungsträger in den Unternehmen selbst nicht genügend attraktiv war und es den Unternehmen immer schlechter ging, wurden „Umwandlungen“ vorgenommen. Sozial betrachtet waren Diebstahl, Aneignungen und risikolose Bereicherungen eine logische Folgeerscheinung. Infolge dieses Gesetzes entwickelte sich ein System, das das Anrecht auf risikofreie Bereicherung gewährte, etwa in Form einer „autonomen Privatisierung“. In Marktwirtschaften gilt es als „moralisch“, wenn jemand reich wird, denn er war risikobereit und hatte zufällig Glück. Diese Idee wurde, in einer entstellten Form, mit dem genannten Gesetz übernommen.¹⁶

2.4. Das Erbe des Sozialismus

Die siebzigjährige Erfahrung des Sozialismus in den Ländern Mittel- und Osteuropas zeigte die verheerenden Auswirkungen des Versuchs, über staatliches oder gesellschaftliches Eigentum eine effiziente Wirtschaft und ein demokratisches Gesellschaftssystem zu organisieren. Nach dem Verfall des sozialistischen Wirtschaftssystems waren die ehemaligen sozialistischen Länder auf der Suche nach einem Weg und nach einer Art und Weise, eine auf freiem Markt, freier Unternehmerschaft und freiem Privateigentum beruhende Wirtschaft aufzubauen. Die umfassende Krise in den sozialistischen Gesellschaften und Wirtschaften eröffnete auch die Suche nach den wichtigsten Krisenursachen, und damit nach Möglichkeiten, diese Krise zu lösen. Die Krise machte sich in niedriger Effizienz, technologischer Unterentwicklung und der Unmöglichkeit, die Produktionsressourcen rational zu allozieren, bemerkbar. Eine

¹⁶ Ribnikar, I.: Ukidanje društvenog vlasništva, Društvena istraživanja, Zagreb, Nr. 1, 1993, S. 40.

Vertiefung der Krise und das Misslingen der reformistischen „Schönheitseingriffe“ des Realsozialismus entfernten auch die anderen ideologischen Motive, die der Erörterung der Eigentumsfrage als Grundlage für das Verständnis der Ineffizienz und Funktionsfähigkeit der Gesellschaft und Wirtschaft förderlich gewesen wären.

Die Erfahrung der vergangenen Jahrzehnte zeigt die Unmöglichkeit der Organisation einer rationalen Wirtschaft aufgrund des staatlichen Eigentums und der bürokratischen Planung. Ähnlich schlechte Resultate wies auch das Wirtschaftsprojekt auf, das sich auf das so genannte „gesellschaftliche Eigentum“ stützte. Es ist evident, dass sich die soziale und wirtschaftliche Krise des „Realsozialismus“ vertiefte, während sich zur gleichen Zeit in den Ländern der freien Marktwirtschaft eine breite wissenschaftlich-technische Revolution vollzog, welche die Parameter der wirtschaftlichen Effizienz veränderte, indem sie ein neues Entwicklungsparadigma kreierte, das Wissen, Flexibilität, Kreativität und Innovation bevorzugte. Die Unmöglichkeit der alten bürokratischen Strukturen des Realsozialismus, sich anzupassen, Raum für unternehmerisches Handeln zu gewähren, Wissen zu kumulieren und in wirtschaftliche Entwicklung und materielle Reichtümer umzuwandeln, hat das Nachhinken nur beschleunigt.

Das individuelle Einkommen war vom jeweiligen Unternehmenserfolg abhängig. Auch bei gleicher Qualifikation der Beschäftigten waren große zwischenbetriebliche Einkommensunterschiede zu beobachten. Mit der Bildung unterschiedlicher Löhne für dieselbe Arbeit hat die so genannte Selbstverwaltung auch die Möglichkeit vernichtet, einen einheitlichen Arbeitsmarkt zu schaffen, dessen Grundlage das Prinzip: gleiche Arbeit – gleicher Lohn gewesen wäre. Andererseits konnte sich, sobald die eingeschränkte Privatisierung möglich geworden war, die starke Führung in den staatlichen Unternehmen sowohl die Aktiva als auch das Eigentum der Unternehmen aneignen.

Der Hauptgrund, warum die Versuche, eine wirtschaftliche Dezentralisierung einzuführen, in den ex-sozialistischen Ländern und in Ex-Jugoslawien misslingen, war, dass die kommunistischen Behörden den ideologischen Instinkt besaßen, kollektives oder staatliches Eigentum an den Produktionsmittel nicht aus den Händen zu geben. Nach der Dezentralisierung der Entscheidungsrechte folgten weder Veränderungen noch ein Definieren der Eigentumsrechte und es wurde weiterhin kein

Zusammenhang zwischen dem Eigentum, der Führung und den Risiken der Unternehmenstätigkeit festgelegt. Die Ineffizienz des zentralisierten staatlichen Sektors setzte sich nicht nur fort, sie wurde größer. Die Beschränkungen der Unternehmen wurden aufgehoben, sie hatten aber keine Haftung, die dem Privateigentum eigen ist. Das Resultat war eine Verschlechterung der Finanzdisziplin der Unternehmen. Ohne echte Marktkonkurrenz beförderte die Möglichkeit einer Einkommensaufteilung unter die Beschäftigten nur das Wachstum der Kosten, und der Staat oder die kommunalen Behörden standen bereit, das gesamte Defizit der finanziellen Transaktionen zu decken.¹⁷

Die Suche nach einem Ausweg aus der Krise besteht heute in fast allen postkommunistischen Ländern in der Suche nach einer Lösung für staatliche Unternehmen – in unserem Fall für Unternehmen im gesellschaftlichen Eigentum. Dabei ging es darum, eine Lösung zu finden, wie in kürzest möglicher Zeit und mit so wenig wie möglich sozialer und wirtschaftlicher Erschütterung, staatliches Eigentum in privates transformiert und eine Grundlage und das Ambiente für effiziente und rationale Marktstätigkeit geschaffen werden könnte.

Die Notwendigkeit, die Privatisierung umzusetzen, hatte keine ideologischen Prämissen, sondern das objektive Verständnis, dass es die einzige Art und Weise ist, in der osteuropäischen Gesellschaft Kräfte frei werden zu lassen, die die Reformen der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Struktur fortsetzen könnten. Das ist keine Privatisierung um der Privatisierung Willen. Denn durch Privateigentum kann das Unternehmertum, das in kollektivistischen Wirtschaftssystemen nicht präsent ist, aber durch Risikoübernahme profitmotiviert die wirtschaftlichen Prozesse effizienter zu gestalten imstande ist, entwickelt werden. Das bedeutet, dass keine Methoden akzeptiert werden, die unternehmerische Aktivitäten stören könnten.¹⁸

Die zweite Besonderheit der Privatisierung besteht in der Unmöglichkeit, wegen des staatlichen Monopols eine reale Preisbildung zu ermöglichen, weswegen Unternehmer keine sicheren Informationen über fehlende Produktionsfaktoren erhalten können. Ohne Preise und Preisverhältnisse bleiben die Entscheidungen der Unternehmer willkürlich.

¹⁷ Njavro, Đ.: *Privatizacija, promjene gospodarskih struktura*; Društvena istraživanja, Nr. 1, Zagreb 1993, S. 88.

¹⁸ Ibid, S. 90.

Ein wesentliches Problem bei der Umsetzung der Privatisierung bezieht sich auf die strukturellen Bedingungen, die alle osteuropäischen Länder geerbt hatten, so auch Bosnien-Herzegowina im Rahmen Ex-Jugoslawiens. Diese wirken sich auch auf die Form der Privatisierung aus und bestimmen bis zu einem gewissen Grad ihre Geschwindigkeit.

Marktbedingungen

Obwohl es in manchen ex-sozialistischen Ländern das Bestreben gab, die Konkurrenzfähigkeit zu erhöhen, wirken auch weitere Faktoren störend auf die Konkurrenz ein. Die ehemals starke Orientierung, sehr große Unternehmen aufzubauen, die horizontal und vertikal integriert sind und eine Antikonkurrenz-Struktur haben, musste auch in Jugoslawien aufgegeben werden. Solch eine Situation wurde durch Gründungen von Gewerkschaften verschlechtert, die die Firmen in der Industrie miteinander verbinden. In einem Umfeld, in dem es an Marktmotivation mangelt, bedeutet das, dass sich der Privatunternehmer in einer sehr ungünstigen Lage befindet.

Ein weiteres Problem in Osteuropa und in Ex-Jugoslawien, somit auch in Bosnien-Herzegowina, ist, dass eine Vielzahl an Mechanismen wie Güterverkehr, Großhändler- und andere Vermittler-Netzwerke, die die Marktfunktionen erleichtern sollen, noch nicht vorhanden sind sowie eine ganze Reihe anderer Mechanismen fehlen, die für eine richtige Markttätigkeit notwendig wären. Nicht zuletzt – wahrscheinlich ist es auch das wichtigste Kriterium – sind die Kapitalmärkte noch in einer rudimentären Entwicklungsphase und kaum imstande, die für eine erfolgreiche Privatisierung notwendigen Aufgaben zu erfüllen.

Makroökonomisches Gleichgewicht

Die Wirtschaften Osteuropas und Ex-Jugoslawiens hatten Jahrzehnte hindurch unter einer chronischen übermäßigen Nachfrage gelitten, was sich in einem Mangel an Verbrauchsgütern und dem Anheizen der Inflation widerspiegelte. Solch ein Inflationsdruck war für sozialistische Wirtschaften, die auf zu ambitionösen schwerindustriellen Plänen basierten, charakteristisch. Mithilfe von großen Budgetdefiziten

wurden die Verluste einer immer größeren Anzahl von Unternehmen gedeckt und viele Verbrauchergüter subventioniert.

Die Geldausgabe der Zentralbanken und Bankensysteme wurde nicht tatsächlich überwacht, sodass sie den Unternehmen immer mehr Darlehen gewährten. Inflation befördert keine Wirtschaftsreform, insbesondere nicht eine Reform in einem Ausmaß, wie sie in sozialistischen Wirtschaften notwendig ist. Die Inflation löst im Gegenteil Anreize einer falschen Anwendung der Mittel aus, indem sie den unproduktiven Investitionen in Liegenschaften und Wertpapieren Vorrang gibt und das Interesse für Exportaktivitäten gering hält.¹⁹

Steuerpolitik

Die Fiskalpolitik war darauf ausgerichtet, Finanzmittel für die Staatsausgaben sicherzustellen. Sie war in den sozialistischen Ländern ausgesprochen ideologisch geprägt und hatte eine Bestrafungsfunktion für diejenigen sozialen Gruppen und Wirtschaftszweige, die man aus ideologischen Gründen als inakzeptabel einstufte. So waren private Landwirtschaftsgüter und generell alle privaten Unternehmen in allen osteuropäischen Ländern stark besteuert. In Ex-Jugoslawien etwa konnten die Kommunalbehörden zusätzliche Entgelte nach eigenem Ermessen beschließen, was in der Vergangenheit häufig genutzt wurde, um Privatunternehmen, deren Erfolg als „außerhalb des vorgegebenen Rahmens“ liegend eingestuft wurde, zu unterdrücken. Die Steuerpolitik der neuen, nichtkommunistischen Behörden sollte zumindest neutral gegenüber der Privatwirtschaft sein. In ausgewählten Bereichen, die man als besonders wichtig für die wirtschaftliche Entwicklung des Landes einstuft, könnte sie sogar stimulierend sein. Zieht man die Kräfte in Betracht, die den Prozess der Wirtschaftsreform befördern können, sollte sich die Steuerpolitik die Erhaltung des makroökonomischen Ausgleichs als eines der Ziele setzen.

Sozialpolitik

Das Hauptproblem in den meisten sozialistischen Ländern Osteuropas war der Mangel an Institutionen und an einem ganzheitlichen System der Sozialhilfe. Der

¹⁹ Kalodera, D.: Privatizacija u stabilizaciji i razvoju Hrvatskog gospodarstva, Društvena istraživanja, Nr. 2, 1993, S. 54.

soziale Schutz bestand nur darin, dass der Arbeiter einen Arbeitsplatz bekam, der seine existenziellen Probleme löste. Das System dieser Länder hat die Arbeitslosigkeit nicht einmal als Möglichkeit anerkennen wollen, und deshalb haben sie heutzutage kein System, das darauf ausgerichtet ist, denjenigen zu helfen, die wegen Rationalisierung oder Firmenbankrott arbeitslos geworden sind. Gleichzeitig hatten fast alle Zweige der sozialistischen Wirtschaft eine hohe Beschäftigungsrate, eine Art verschleierte Arbeitslosigkeit. Denn jeder Versuch, die Effizienz zu verbessern – basierend auf Privatisierung oder irgend einem wirklichen Rationalisierungsprozess – schuf die Gefahr eines hohen Wachstums der Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosigkeit steigt auch durch Budgetprobleme, die durch Wirtschafts- und Währungsreformen hervorgerufen werden, was sich in einem erheblichen Ausmaß in den Subventionen an defizitäre staatliche Unternehmen widerspiegelt. So muss jede Politik, die ein sozialistisches Wirtschaftssystem reformiert, kurzfristig die Arbeitslosen absichern und langfristig planen, durch den sich entwickelnden Sektor neuer, wirklich produktiver Firmen, für sie Arbeit zu schaffen. Dieser hohe Preis der Sozialpolitik, der mit der Privatisierung, mit dem Reformprozess zusammenhängt, sollte Bestandteil einer umfassenden Reform sein.²⁰

Ineffiziente Bürokratie

Alle osteuropäischen Regierungen, insbesondere aber diejenigen, die radikale Reformen in allen Bereichen des nationalen Lebens vorsahen, versuchten, dieses Problem in Angriff zu nehmen. Die geerbte Ineffizienz der mit unfähigen politischen Angestellten aus den ehemaligen jugoslawischen Regierungen überfüllten Administration, in der kaum Arbeitsdisziplin herrscht, ist ein ernsthaftes Hindernis für jede Veränderung, welche die neuen demokratischen Behörden einzuführen versuchen. Die kommunistischen Behörden haben in den letzten 40 oder mehr Jahren die bürokratische Kontrolle auf alle Aspekte der Gesellschaft ausgeweitet und einen monströsen, übergroßen und ineffizienten bürokratischen Apparat geschaffen.

Das zweite ernsthafte Problem solch einer Bürokratie ist die ungewöhnlich große Häufigkeit von Vorgängen, die nach den elementarsten Standards eines gut organisierten Staates als Korruption gelten.

²⁰ Ibid, S. 56.

Unternehmensstruktur

Die Unternehmensstruktur ist in Osteuropa nach der Dezentralisierung in den letzten Jahren eine Mischung zweier Arten. Den ersten Typ könnte man öffentliche Unternehmen nennen. Das Management leitet das staatliche Unternehmen ohne Anweisungen der Zentralregierung. Der zweite Typ, der in den letzten Jahren die Oberhand gewonnen hat und den es in Jugoslawien schon länger gab, ist die Arbeiterselbstverwaltung, in der die Arbeiter bei der Ernennung der Leitung und der Entscheidungsfindung bei wichtigen Beschlüssen das Sagen haben – die alltäglichen Aufgaben werden aber von Managern ausgeführt. In der Übergangsphase hat die Firmenleitung in einer bestimmten Zahl der Fälle die Gelegenheit ausgenutzt, sich entweder einen Teil der Firma anzueignen, oder mit einer ausländischen Firma eine Partnerschaft einzugehen. Diese so genannte spontane Privatisierung hat – was auch vorhersehbar war – öffentliche Proteste hervorgerufen, sodass sie entweder verboten, bzw. einer strengeren Kontrolle der Aufsichtsagenturen unterzogen wurde.²¹

Das Problem bei der Arbeiterselbstverwaltung ist, dass solch ein System die Privatunternehmer, die die Arbeit des Unternehmens gemäß dem angelegten Kapital unter Kontrolle haben möchten, entmutigt. Andererseits stellte sich die Position der Arbeiter in den Unternehmen, die von Arbeiterräten geführt werden als Hindernis für die Privatisierung heraus, weil die Arbeiter versuchten, den von außen kommenden Investoren keine Kontrolle zu überlassen.

²¹ Ibid, S. 74.

3. Der Krieg und seine Konsequenzen – wirtschaftlicher Aspekt, Kapitalmarkt und Bosnien-Herzegowina

Bosnien und Herzegowina war vor Kriegsausbruch ein durchschnittlich entwickeltes europäisches Land mit einem Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf von etwa 2.400 USD.²² Dies ist auch damit zu belegen, dass Bosnien und Herzegowina mit fast einer halben Milliarde USD Außenhandelsbilanzüberschuss die einzige Republik im ehemaligen Jugoslawien war, die eine positive Außenhandelsbilanz aufwies,²³ und zwar deswegen, weil viele der exportorientierten Konzerne (Energoinvest, Unioninvest, Šipadkomerc, Hidrogradnja, ŽGP, Vranica usw.), von denen manche über 50.000 Arbeiter beschäftigten, weltweit konkurrenzfähig waren, über großes Fachwissen verfügten und ihre Projekte weltweit betrieben.

Die Industrie bestimmte den Charakter und das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung. Große Investitionen in die Industrie und die Stärkung der Kapitalfonds waren vor allem in jenen Bereichen zu verzeichnen, die man als Basisindustrien bezeichnen kann, also insbesondere in Branchen wie der Energietechnik und in der Rohstoff-Produktion (Metall, Stein, Sand, Garn etc.).²⁴ Die Struktur der industriellen Produktion wurde von Produkten mit einem sehr niedrigen Verarbeitungsniveau dominiert (Abbau von Kohle und Eisenerzen, Eisen- und Rohstahlerzeugung, Stahlguss usw.).²⁵ Die Ausbeutung dieser Ressourcen, die neben hohen Investitionen auch hohe Kosten hervorbringen (Energie, Transport etc.), spiegeln auch einen hohen Verschleiß wider (Straßeninfrastruktur, verschiedene Standorte, große Hallen und Räumlichkeiten). Dies legen auch der überdurchschnittliche Energieverbrauch und die Verkehrsintensität in BuH nahe.²⁶

Der Privatisierungsprozess und der Übergang zur Marktwirtschaft im ehemaligen Jugoslawien, besonders in Bosnien und Herzegowina, wurden durch den Krieg, von dem Bosnien und Herzegowina im Vergleich zu anderen jugoslawischen Republiken am schwersten betroffen war, gestoppt. Dies hatte auch zur Folge, dass Bosnien und

²² Vgl. The World Bank: Bosnia and Herzegovina – From Aid Dependency to Fiscal Self-Reliance. A Public Expenditure and Institutional Review. Report No. 24297 – BiH, 2002, S. 9.

²³ Vgl. Mekina, I.: Economic Overview of the Former-Jugoslav successor states, 2001.

²⁴ Čobeljić, N. / Rosić, I.: Privredni razvoj i privredni sistem Jugoslavije, Beograd, 1989.

²⁵ Golić, B.: Ekonomika prostora u privrednom razvoju BiH, Sarajevo, 1994.

²⁶ „Ekonomski razvoj do 2000 godine kao factor prostornog uređenja SRBosne i Hercegovine“, Ekonomski institute Sarajevo, 1980.

Herzegowina nach Beendigung des Krieges mit einem dreifachen Transformationsprozess konfrontiert wurde: vom Krieg zum Frieden, von der Abhängigkeit und der direkten ausländischen Hilfe zur selbsttragenden Wirtschaft und vom Einparteiensystem zur Marktwirtschaft und Demokratie.²⁷

Tabelle 1: Bevölkerung in BuH

	Population in 1991 (census)		Population in 1998 (estimate)	
	[in Per cent]	[in Numbers]	[in Per cent]	[in Numbers]
Bosniaks/ Muslims	43.5	1,884,045	46.7	1,465,000
Serbs	31.2	1,358,198	31.4	986,000
Croats	17.4	758,059	14.0	440,000
Others	7.9	340,416	7.9	249,000
Total	100.0	4,340,718	100.0	3,140,000

Quelle: Bieber: Governing Post-War Bosnia-Herzegowina, in: Minority Governance in Europe, Open Society Institute, S. 321

Der Krieg in Bosnien und Herzegowina dauerte dreieinhalb Jahre, bis Ende 1995. Es ist unmöglich, exakte Informationen über die menschlichen Verluste und finanziellen Kosten des Krieges zu erhalten; es gibt lediglich allgemeine Schätzungen, denen infolge rund 250.000 Menschen getötet, 200.000–400.000 verwundet wurden und über 2 Mio. ihre Heimat verlassen mussten oder so genannte Binnenvertriebene wurden.²⁸

Der Krieg verursachte landesweit Sachschäden. Die ganze Wirtschaft Bosniens und Herzegowinas trug schwere Verluste davon. Fast 65% der Industriebetriebe, ein Drittel der Verkehrsstraßen und 40% der Brücken wurden zerstört.²⁹ Die Industrieproduktion fiel auf schätzungsweise 5%, Strom und Kohleproduktion auf 10% der Vorkriegszeit und der Viehbestand schrumpfte auf etwa 30% des Altbestandes.³⁰ Der direkte und indirekte materielle Schaden wird auf bis zu 100 Mrd. US-Dollar

²⁷ Vgl. Ehrke, M.: Bosnien: Zur politischen Ökonomie erzwungenen Friedens, S. 5.

²⁸ Vgl. The World Bank: Bosnia and Herzegovina – Post-Conflict Reconstruction and the Transition to a Market Economy. An OED Evaluation of World Bank Support. Washington, DC, 2004, S. 1.

²⁹ Vgl. Außenwirtschaft Österreich: Bosnien-Herzegowina, AWO-Länderinfo der Außenhandelsstelle Sarajevo, 2002, S. 6.

³⁰ Vgl. The World Bank: Bosnia and Herzegovina – Post-Conflict Reconstruction and the Transition to a Market Economy. An OED Evaluation of World Bank Support. Washington, DC, 2004, S. 2.

geschätzt, wobei die nicht-materiellen Schäden viel größer waren,³¹ wie etwa der Stillstand in der Technologieentwicklung, die Vernichtung sozialer Strukturen und die Verminderung qualifizierter Fachkräfte und Experten, denn gerade gut ausgebildete Fachkräfte und Intellektuelle hatten das Land verlassen und im Ausland eine neue Existenz aufgebaut.

Nach der Unterzeichnung des Dayton-Abkommens wurden von der internationalen Gemeinschaft für dringende wirtschaftliche, politische und administrative Wiederaufbauprojekte finanzielle Hilfgelder zur Verfügung gestellt. In fünf Hilfskonferenzen gab es von 48 Spenderländern und 14 internationalen Organisationen Zusagen für die Auszahlung von etwa 5 Mrd. USD Finanzmitteln, mit denen der Wiederaufbau des vom Krieg zerstörten Landes, die Ankurbelung der wirtschaftlichen Genesung und die Rückkehr von Flüchtlingen und Zwangsvertriebenen unterstützt werden sollten.³²

Die Struktur der Geberländer ist aus Tabelle 2 ersichtlich. In der Tabelle sind jedoch nur Informationen zum Umfang der Hilfgelder und zu den Geberländern angeführt, die sich auf den fünf Spenderkonferenzen zur finanziellen Hilfe verpflichtet haben, was nicht bedeutet, dass die tatsächlichen Hilfgelder nicht signifikant größer gewesen sein können. Ein Teil der Hilfe, insbesondere aus islamischen Ländern, wurde durch direkte bilaterale Vereinbarungen realisiert. Außerdem soll an dieser Stelle auch die Hilfe zahlreicher nichtstaatlicher Organisationen erwähnt werden, von denen über 600 in Bosnien und Herzegowina aktiv waren.

³¹ Vgl. The World Bank: Bosnia and Herzegovina – Poverty Assessment. Main Report, Volume 1, Report No. 25343 – BiH, 2003, S. 50.

³² Vgl. The World Bank: Bosnia and Herzegovina – Post-Conflict Reconstruction and the Transition to a Market Economy. An OED Evaluation of World Bank Support. Washington, DC, 2004, S. 2.

Tabelle 2: Spendenhilfen in USD

Donor	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Total
Austria	96.8	44.9	38.5	28.5	22.5	14.2	10.9	256.3
Belgium	2.6	4.3	4.0	5.7	1.3	6.0	1.9	25.8
Canada	-	8.2	12.3	14.3	5.5	10.6	6.9	57.8
Denmark	-	4.0	2.5	2.1	2.7	7.9	0.4	19.6
Finland	15.0	8.8	8.9	8.1	4.3	4.8	4.7	54.6
France	7.2	5.0	5.1	115.7	19.9	2.1	2.4	157.4
Germany	39.9	33.0	43.7	65.0	91.5	27.0	19.4	319.5
Greece	7.2	10.4	22.2	2.0	6.3	8.8	5.7	62.6
Ireland	5.9	2.3	0.2	0.2	2.2	1.5	1.6	13.9
Italy	67.4	7.8	16.7	6.0	33.0	5.0	6.4	142.3
Japan	25.0	34.2	57.3	36.4	24.4	9.6	14.7	201.6
Luxembourg	0.9	1.4	1.4	1.2	0.9	0.6	0.3	6.7
Netherlands	88.3	84.1	77.2	77.0	43.3	52.9	37.3	460.1
Norway	46.8	40.8	27.9	31.6	30.8	16.9	23.8	218.6
Portugal	-	0.1	1.0	0.9	1.1	0.9	2.2	6.2
Spain	12.2	6.1	22.9	30.3	34.8	25.2	27.8	159.3
Sweden	30.1	31.2	24.6	30.4	23.9	29.0	27.0	196.2
Switzerland	19.9	7.1	12.9	18.0	11.2	12.5	15.8	97.4
United Kingdom	0.6	1.8	3.4	6.9	7.1	6.1	7.3	33.2
United States	135.0	185.0	216.4	218.9	85.8	135.1	75.8	1,052.0
Total bilateral	601.0	520.5	599.1	699.2	452.2	376.7	292.3	3,541.0
EBRD	0.7	2.0	3.9	2.5	0.5	1.9	1.7	13.2
EC	64.8	216.8	133.5	239.4	196.1	154.3	153.1	1,158.0
IDA	109.6	65.2	134.9	68.0	44.1	61.7	96.8	580.3
IFAD	6.0	0.3	3.8	7.5	2.3	-	1.1	21.0
OTHER U.N.	8.2	0.5	-	-	0.2	0.3	0.0	9.2
UNDP	3.6	4.8	5.0	5.3	-2.3	0.2	1.1	17.7
UNFPA	0.4	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	1.4
UNHCR	-	-	-	-	24.1	22.3	19.7	66.1
UNICEF	11.5	1.6	2.4	1.6	0.9	0.4	0.5	18.9
UNTA	0.6	0.5	0.9	0.6	0.3	0.9	0.4	4.2
Arab agencies	1.0	-	0.1	0.1	-	0.1	0.0	1.3
Total multilateral	206.3	291.8	284.5	325.2	266.4	242.1	274.5	1,890.8
EC + EU members	439.0	462.0	405.7	619.5	490.7	346.4	308.5	3,071.8
Other donors	37.5	49.6	21.6	15.9	18.5	20.3	20.5	183.9
TOTAL DONORS	844.8	861.9	905.2	1,040.3	737.1	639.2	587.4	5,615.9

Quelle: The World Bank: Bosnia and Herzegovina – Post-Conflict Reconstruction and the Transition to a Market Economy. An OED Evaluation of World Bank Support. Washington, DC, 2004, S. 46.

Internationale Hilfsmittel wurden für die Sanierung der Infrastruktur sowie zur Wiederherstellung des Dienstleistungssektors verwendet. Der weitaus größte Anteil wurde in den Wiederaufbau der zerstörten oder beschädigten Wohnungen investiert, damit Flüchtlinge und Vertriebene zurückkehren konnten. In allen Bereichen waren sehr rasch Fortschritte zu beobachten, und bis 2000 waren Straßen, die Energieversorgung, Telekommunikation und Wasserversorgung sowie Schulen wieder aufgebaut und entsprachen in etwa den Vorkriegs-Standards. Es wurde jedoch auch

versucht, die Wirtschaft und Beschäftigung durch Unternehmensprivatisierungen wieder anzukurbeln und das Gesundheitswesen und die Schulbildung zu verbessern.³³

Wirtschaftswachstum

Neben dem Wiederaufbau der Infrastruktur und der Unterstützung der Wirtschaft hat die internationale Gemeinschaft finanzielle Mittel für Projekte wie Unterstützung der sozialen Sicherheit, Bildung, Landwirtschaft, Aufbau staatlicher Institutionen und die Tilgung von Auslandsschulden vergeben. Die Finanzhilfe der internationalen Gemeinschaft wirkte sich erheblich auf alle Gesellschaftsbereiche in Bosnien und Herzegowina aus, besonders in den frühen Nachkriegsjahren, was sich im Anstieg des realen BIP und BIP pro Kopf widerspiegelte (siehe Tabelle 3).³⁴ Es ist jedoch auch ein jährlicher kontinuierlicher Rückgang des realen BIP bemerkbar, hervorgerufen vor allem durch die Reduzierung der Hilfgelder der internationalen Gemeinschaft, unzureichende Binnen-Wirtschaftsentwicklung und niedriges Niveau der ausländischen Direktinvestitionen.

Tabelle 3: BIP und BIP pro Kopf

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ^a
Real GDP growth rate	32.4	61.9	30.0	15.8	9.6	5.5	4.4	5.5	3.5
Real GDP as percentage of 1990 GDP	.22	.36	.47	.55	.60	.64	.66	.70	.72
GDP per capita in constant 1995 \$	546	981	1,298	1,445	1,551	1,595	1,632	1,671	

Quelle: The World Bank: Bosnia and Herzegovina – Post-Conflict Reconstruction and the Transition to a Market Economy. An OED Evaluation of World Bank Support. Washington, DC, 2004, S. 3.

Obwohl ein schnelles Wachstum verzeichnet wurde, erreichte das BIP und BIP pro Kopf vier Jahre nach Beendigung des Krieges nur etwa 60% des Vorkriegsniveaus.³⁵ Besonders hervorzuheben sind zwei Probleme, gegen die die bosnische Wirtschaft nach dem Krieg anzukommen hatte:

- Hohe Kapitalkosten: Das wichtigste Problem der bosnischen Wirtschaft sowie der Unternehmen ist die Kapitalknappheit. Die sehr hohe Kapitalnachfrage von Unternehmen, die ihre Geschäftstätigkeit nach dem Krieg wieder auf-

³³ Ibid, S. 22–28.

³⁴ Ibid, S. 3.

³⁵ Ibid, S. 3.

nehmen wollten, konnten die bosnischen Geschäftsbanken nicht befriedigen, sodass sie mit frischem Kapital von ausländischen Kreditinstituten versorgt werden mussten. Das hatte jedoch seinen Preis. Da diese Kreditvergaben mit hohen Risiken verbunden waren, wurden hohe Risiko-prämien berechnet, sodass sich die Fremdkapitalzinsen auf bis zu 20% jährlich beliefen. Folglich gingen auch viele Unternehmen, die sich zu diesen Kredit-konditionen finanzierten, in Konkurs.

- Untergang der Großunternehmen und Verlust von Absatzmärkten: Die Wirtschaft des ehemaligen Jugoslawiens war sehr kompliziert. Da die Produktion die Republiken miteinander verband, schlossen sich komplementäre Unternehmen aus verschiedenen Republiken häufig zu Konsortien zusammen, um Aufträge im Ausland zu erhalten. In dieser Konstellation waren sie oft konkurrenzfähiger und erfolgreicher als andere multinationale Unternehmen. Diese Beziehungen waren nun unterbrochen, wodurch die Möglichkeiten einer wirtschaftlichen Wiederherstellung der zerstörten Betriebe wesentlich vermindert wurden.

4. Die II. Privatisierungsphase – Privatisierung mit Zertifikaten, Modell, theoretische Gliederung, Privatisierungsorganisation – Anfangseffekte, Ist-Zustand der Ökonomie und des Kapitalmarktes

4.1. Privatisierung

„Privatisierung“ wird in der Regel als der Transfer des Gesamteigentums oder eines größeren Teils des öffentlichen, staatlichen (oder gesellschaftlichen) Eigentums an Privatpersonen definiert. Diese Privatpersonen können entweder natürliche oder juristische Personen sein, deren Eigentümer meistens natürliche Personen sind. Das Eigentum schließt die Kontrolle über das Unternehmen ein, die dem investierten Kapital oder der Zahl der Mitglieder eines solchen Unternehmens (wie in Agrar- oder Kreditgenossenschaften) proportional ist.

Ein Unternehmen ist nicht privatisiert, wenn das private Eigentum weniger als 50% des Investorenkapitals mit Stimmrecht ausmacht. Andererseits können Aktionäre in privatisierten Unternehmen aus dem öffentlichen Sektor kommen, aber nur unter der Bedingung, dass der öffentliche Sektor nicht die Mehrheit der Aktien mit Stimmrecht besitzt. Dem bosnischen Gesetz nach ist ein öffentliches Unternehmen auch dann nicht privatisiert, wenn es Aktien an Privatpersonen (Begünstigte) unter der Bedingung ausstellt, dass sie bei der Wahl des Vorstandes nicht mitstimmen und so zwar an der Profitausschüttung teilnehmen, aber keine Kontrollaufsicht über die Arbeit des Unternehmens haben können.

Im Zuge der Unternehmensrationalisierung ist zwischen dem gesetzlichen Eigentumswechsel und der realen Inanspruchnahme des Eigentumsrechts zu unterscheiden. Der gesetzliche Eigentumswechsel ist ein Prozess, dessen Dauer von der Transfermethode des Eigentums abhängt. Die Nutzung der Eigentumsrechte in der Firmenrationalisierung ist ein wirtschaftseffizienzorientierter Grundprozess der unternehmerischen Aktivität.

4.1.1. Gesellschaftseigentum

In allen sozialistischen Ländern war das Eigentumsproblem an Anlagevermögen im staatlichen und besonders im so genannten gesellschaftlichen Sektor äußerst komplex. Während bei Staatsunternehmen vorausgesetzt werden kann, dass der Staat der Eigentümer ist, ist die Situation in Unternehmen der Arbeiterselbstverwaltung komplizierter. In Jugoslawien war Anlagevermögen als „Gesellschaftseigentum“ definiert, das den Arbeitern nur zur Nutzung übergeben wird. Der Gesetzgeber stellt also das Kapital weder den Arbeitern zur Verfügung, noch ist es klar, wer der reale Eigentümer des Unternehmens ist. In Wirklichkeit hängt das Eigentum oder ein Teil des Eigentums von der politischen Macht der Arbeiterräte oder Gewerkschaften ab.³⁶

Das Gesellschaftseigentum war in allen Ländern Ex-Jugoslawiens eine der Grundlagen des sozialistischen Systems, und damit der gesamten Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung. Es war aber zugleich auch die Ursache von deren Ineffizienz. Derjenige, der das System wesentlich ändern wollte, hatte zwangsläufig die Eigentumsstruktur der Gesellschaft zu ändern.

4.1.2. Spontane Privatisierung

Im Grunde genommen ist es unabhängig vom jeweiligen Privatisierungsmodell möglich, einen Privatisierungsprozess auf unterschiedliche Weise zu beginnen.

Eine Erscheinungsform der unkontrollierten Privatisierung stellt die spontane Privatisierung dar. Sie bezieht sich auf den Diebstahl gesellschaftlichen Eigentums durch die Unternehmensleitung, bevor eine Privatisierung durchgeführt wird, aber auch auf Fälle, in denen die Privatisierung von der Unternehmensleitung hinausgeschoben wird, um sich das Unternehmensvermögen anzueignen und für eigene Parallelunternehmen zu verwenden. An einer solch ungeordneten Privatisierung kann bemängelt werden, dass der „gesellschaftliche Reichtum“ häufig zum Eigentum einzelner Personen wird, ohne dass deren Beitrag zum Wachstum mit diesem Reichtum in Verbindung steht. Die Folge ist eine große öffentliche Unzufriedenheit bei all jenen, die sich aufgrund ihrer Position an diesem unorganisierten

³⁶ Ribnikar, I.: Ukidanje društvenog vlasništva, Društvena istraživanja, Zagreb, Nr. 1, 1993, S. 36.

Privatisierungsprozess nicht beteiligen können, sowie bei denjenigen, die den negativen Folgen dieser Form der Privatisierung ausgesetzt sind.³⁷

Der Prozess der spontanen Privatisierung lässt den „gesellschaftlichen Sektor der Wirtschaft“ verschwinden. Gleichzeitig werden private Reichtümer gebildet; diese Privatbesitzverhältnisse entstehen nicht aufgrund wirtschaftlich produktiver Tätigkeit, sondern im wesentlichen durch „Spekulation“. Es ist ungewiss, ob ihre neuen Eigentümer sie nutzen wollen und können, und ob sie daran interessiert sein werden, sie produktiv zu nutzen.

4.1.3. Innere Privatisierung

Die zweite Möglichkeit ist die Dezentralisierung der Privatisierungsentscheidungen auf der Unternehmensebene und das Überlassen der Kernentscheidungen über die Privatisierung an das Management. Auf diese Weise bekommt der Prozess der spontanen Privatisierung einen institutionellen Rahmen und ist für die jeweiligen Unternehmen weniger destruktiv. Die an der Privatisierung interessierte Sozialgruppe kristallisiert sich in Form der Manager und eines Teils der Arbeiterschaft klar heraus.

In einer Wirtschaft, in welcher es ein kompetentes, marktwirtschaftlich denkendes und wirkendes Management gibt, sowie einen breiten, daran interessierten Arbeiterkreis, der sich sachlich und objektiv am Eigentum beteiligen kann, bietet diese spontane Variante die Möglichkeit einer schnellen Privatisierung ohne große Störungen. Der Vorteil der inneren Privatisierung besteht darin, dass sie schnell und relativ leicht durchzuführen ist. Ihre Form wird im Wesentlichen von den Beschäftigten bestimmt, und schon deswegen gibt es keine ernsthaften Probleme bei der Umsetzung. Hierbei sind nur zwei Parteien beteiligt: der Staat, besonders wenn er der Eigentümer der Mittel ist, und die Beschäftigten, vertreten durch den Arbeiterrat und die Geschäftsführung.³⁸

In anderen Modellen besteht die Möglichkeit, dass Menschen außerhalb des Unternehmens Eigentum an Aktien erwerben – allerdings nur unter der Bedingung,

³⁷ Kalodera, D.: Privatizacija u stabilizaciji i razvoju Hrvatskog gospodarstva, Društvena istraživanja, Nr. 2, 1993, S. 54.

³⁸ Ibid, S. 58.

dass sie ein geringeres Stimmrecht haben. Doch hat die „innere“ Privatisierung ernsthafte Mängel. Sie kann Machtmissbrauch bewirken, weil sie im Wesentlichen ungerecht ist, aber ihr größter Mangel ist, dass sie nicht zu einer maximalen Erhöhung der ökonomischen Effizienz beiträgt.³⁹

Trotzdem ist es ungerecht, dass sich Beschäftigte die industriellen Werte des gesamten Volkes aneignen, während der Rest der Bevölkerung – also diejenigen, die mit Steuergeldern einen beträchtlichen Teil der Investitionen finanziert haben – ohne jeglichen Anteil bleibt. Außerdem zeigt die geschichtliche Erfahrung, dass von Beschäftigten geführte Unternehmen keine selbsterhaltenden Institutionen sind, weil ihre Effizienz nicht ausreichend erhöht wird, damit sie mit Privatunternehmen erfolgreich konkurrieren können.

Das ernsthafteste Problem der inneren Privatisierung, deren Grundidee es ist, dass Beschäftigte zu Eigentümern/Aktionären werden, besteht jedoch darin, dass dieses Arrangement für Privatinvestoren, die sich an der Geschäftsführung proportional zu ihrem investierten Kapital beteiligen wollen, nicht interessant ist. Wahrscheinlich ist das eine gefährliche Option für Unternehmen in einer Situation, in der Auslandskapital für die Modernisierung des Unternehmens wichtig ist, die Staatsmittel aber nicht mehr abrufbar sind.⁴⁰

4.2. Mögliche Lösungen

Ein strategischer Ansatz geht davon aus, dass das gesellschaftliche Eigentum öffentlicher Reichtum ist und so privatisiert werden sollte, dass Aktien emittiert und an Beschäftigte des Unternehmens verteilt werden. An dem Entstehen und der Produktion des gesellschaftlichen Reichtums haben sich viele beteiligt: Rentner, Beamte, Arbeitslose, Beschäftigte in der Privatwirtschaft. Wenn das öffentliche Eigentum nur auf die jeweiligen Beschäftigten aufgeteilt würde, würde vielen ein Unrecht geschehen.

³⁹ Pöschl, J.: Transition Countries in 1998/99. Widespread Economic S. Slowdown with Escalating Structural Problems, Research Reports, No. 253, February 1999. The Vienna Institute for Comparative Economic Studies.

⁴⁰ Njavro, Đ.: *Privatizacija, promjene gospodarskih struktura*; Društvena istraživanja, Nr. 1, Zagreb 1993, S. 94.

Dieses Modell bietet eine schnelle Lösung für den Eigentumswechsel durch Vergabe von Aktien, aber es bleibt die Frage, wer bei einer Aufteilung des Eigentum auf eine große Anzahl von Klein-Aktionären der tatsächliche Eigentümer sein, und wer das Unternehmen und das Management kontrollieren soll. Wie schnell und auf welcher Grundlage wird sich, hinsichtlich des Nichtvorhandenseins und der Unterentwicklung der Kapitalmarkt- und Wertpapierinstitutionen, der Prozess der Zentralisierung und Bildung der notwendigen „Aktien-Kontrollpakete“ abwickeln, damit diese Kontrollfunktion umgesetzt werden kann?

Dieselben Fragen stellen sich bei Modellen, die eine Verteilung der Aktien an alle Bürger vorsehen. Hierbei ist theoretisch das höchste Niveau an Gerechtigkeit gewährleistet, da für alle ein nominal gleichwertiges Aktienpaket zur Verfügung steht, aber es ist hier noch schwerer zu bestimmen, wer tatsächlich der Eigentümer sein soll und wie lange man auf die Ausgabe der „Aktien-Kontrollpakete“ warten muss. Eine Möglichkeit, wie man dieses Problem zu lösen versucht, ist die Gründung von Fonds, welche in der Praxis Aktien von vielen Kleinaktionären bündeln.⁴¹

4.2.1. Institutionalisierte Eigentümer

Der dritte Lösungsansatz für das gesellschaftliche Eigentum besteht darin, es in „öffentliches Kapital“ zu transformieren und den Staat als öffentliche Gewalt zu seinem höchsten Titular zu ernennen. Um die Gefahr des Staatseigentums in der Wirtschaft zu vermeiden, das sich historisch als nicht erfolgreich erwiesen hat, lässt sich zwischen dem Staat und dem Unternehmen ein institutionelles Netzwerk zwischenschalten, um als Verwaltungsorgan die Eigentumsfunktion über das zu privatisierende Gesellschaftskapital zu übernehmen. Bei diesen Instanzen handelt es sich um bestimmte institutionelle Eigentümer wie z. B. Investment-, Entwicklungs- und Rentenfonds, Holdings u. ä.⁴²

So löst man das Eigentumsdilemma: Das Gesellschaftskapital bekommt einen Titular und man kann den neuen Entwicklungsprozess auf der Basis von Konkurrenz und einer Verbindung des öffentlichen, des Privat- sowie des ausländischen öffentlichen

⁴¹ Ibid, S. 96.

⁴² Ibid, S. 96.

und Privatkapitals beginnen. Auch die Voraussetzung für eine reale und vollständige Privatisierung durch den Verkauf des im Eigentum des öffentlichen Kapitals stehenden Unternehmens ist erfüllt. Dann können die „Gesellschafts“unternehmen direkt an einen Investor oder teilweise durch Verkauf von Aktien an einheimische interessierte Personen verkauft werden, und natürlich auch an die Mitarbeiter. Der Kapitalerlös wird dann durch den Kapitalmarkt für Entwicklungszwecke eingesetzt.⁴³

4.2.2. Aktienverteilung

Der zum Teil oder gänzlich freien Aktienverteilung (im Gegensatz zum Verkauf) wird häufig vorgeworfen, dass man damit den Nationalreichtum verbräuche, sodass er nicht für die Finanzierung des öffentlichen Bedarfs zur Verfügung stehe.

Der öffentliche Bedarf übt den größten Druck auf die postkommunistischen Regierungen aus durch:⁴⁴

- die Verpflichtung zur Rückzahlung der Schulden im In- und Ausland;
- die Finanzierung sozialer Schutzprogramme und Arbeiter-Umschulung für diejenigen, die durch die Umstrukturierung arbeitslos geworden sind;
- die Finanzierung von Renten und der Gesundheitsversorgung für Senioren;
- die Modernisierung des Bildungssystems;
- notwendige Umweltschutzkosten;
- den Wiederaufbau der Infrastruktur.

Durch den Verkauf des „gesellschaftlichen Eigentums“ und der „gesellschaftlichen Unternehmen“ kann in kurzer Zeit viel Kapital akkumuliert und gesichert werden, das für neue Investitionen und einen neuen Entwicklungszyklus notwendig ist. Das Problem dabei ist jedoch, dass es keine entsprechende Nachfrage gibt, die in einer vernünftigen Zeit das gesamte öffentliche Kapital absorbieren könnte. Deshalb versuchen viele Länder das öffentliche Kapital geringer zu bewerten, um ein Angebot-Nachfrage-Kapitalverhältnis herzustellen.

⁴³ Drabek, Z.: *Financial reform in Central and Eastern Europe*, St. Martins Press, London, 1997.

⁴⁴ Njavro, Đ.: *Privatizacija, promjene gospodarskih struktura*; Društvena istraživanja, Nr. 1, Zagreb, 1993, S. 97.

Bei solch einem Modell stellt sich auch die Frage, ob und wie die Verbindung zwischen dem Staat und jenen Fonds der institutionalisierten Eigentümer funktionieren soll, auf die Anteile des öffentlichen Kapitals übertragen wurden. Die vom Staat gebildeten institutionalisierten Eigentümer, bzw. Holdings, spielen in der Übergangszeit den Part eines aktiven Eigentümers des Unternehmens aufgrund des Aktien-Kontrollpakets des Staates. Aber die Holding ähnelt dem Ministerium für Industrie, das auch ein aktiver Unternehmenseigentümer ist. Die Beschäftigten in den Holdings/Ministerien sind selbst keine Eigentümer; sie sind im Namen der Öffentlichkeit auftretende Agenten. Im Holding-Modell erzeugt die kostenlose Aktienverteilung nur einen breiten Markt interessierter, aber passiver Aktien-„Inhaber“. Die Holding reagiert auf die Eigentumsverteilung und das Fehlen eines klar definierten Eigentümers/Geschäftsführers mit einer Aktien-Zuweisung auf eine kleine Anzahl von Holdings (oder auf gemeinsame Fonds), aber das Kontrollpaket eines jeden Unternehmens ist in den Händen der einzelnen Holdings. Erst wenn die „reale“ Privatisierung in Kraft tritt, werden die Aktien der Holding verkauft oder gratis an die volljährige Bevölkerung verteilt.

Das Hauptproblem bei diesem Modell liegt darin, dass eine Pseudoprivatisierung vorliegt. Die Holdings/Fonds sind im Grunde genommen staatssozialistische Ministerien für Industrie, nur dass sie als gemeinschaftliche Aktiengesellschaften organisiert sind. Holdings/Fonds sichern einen Eigentümer für jedes Unternehmen, aber das gelingt im Notfall auch Ministerien des Staatssozialismus. Die wirkliche Privatisierung entsteht erst, wenn die Holdings/Ministerien die Gesellschaften, die sie kontrollieren und besitzen, verkaufen. Daher wird mit der Wahl des Holdingmodells, die einer Pseudoprivatisierung gleichgesetzt werden kann, Zeit gekauft, indem die „reale“ Privatisierung aufgeschoben wird.

Das Privatisierungsmodell kann dadurch korrigiert werden, dass ein Teil des öffentlichen Kapitals die Rentenfonds, die als Investmentfonds funktionieren müssten, als Inhaber bekommt. Durch die Stärkung der Rentenfonds, entstünde dann die ökonomische Grundlage für eine höhere soziale Sicherheit der Bürger.⁴⁵

⁴⁵ Cooper, S. / Foster, D.: The financial marketplace, Addison Wasley p.c. New York, 1993.

4.3. Privatisierung und Änderung der gesellschaftlichen Struktur

Die auf Staatseigentum beruhende Wirtschaft war ökonomisch ineffizient. Alle ehemals sozialistischen Länder sind heute darum bemüht, das gesellschaftliche Eigentum zu privatisieren. Dadurch werden neue Schichten von Eigentümern und Unternehmen gebildet, die im Wirtschaftssystem von morgen die Rolle der Entwicklungsträger übernehmen. Doch stellt sich die Frage, wie viele einheimische und wie viele ausländische Unternehmer in dieser wachsenden Schicht vertreten sind.

Die wirtschaftliche Souveränität steht in Verbindung mit dieser Entwicklung neuer Schichten. Deshalb kann der Staat die Entstehung des Unternehmertums unterstützen. Die Privatisierung des Staateigentums, also des „öffentlichen Reichtums“, ist auch politisch ein subtiler Prozess.⁴⁶ Es bleibt weiterhin die Entscheidung offen, ob man das gesellschaftliche Staatseigentum verkaufen oder verschenken soll, und wenn es verkauft werden soll, stellt sich die Frage, an wen.

Alternative Eigentumsaufteilungen sind:

- a) kostenlose Verteilung des sozialistischen Eigentums,
- b) Verkauf zum realen Wert.

Die Wahl der kostenlosen Verteilung des sozialistischen Eigentums bedeutet gleichzeitig den Verzicht auf den Eigentumsverkauf. Bedenkt man jedoch, dass die öffentlichen Ausgaben vorgegeben sind, so hat die kostenlose Eigentumsverteilung verglichen mit dem Verkauf eine Steuererhöhung zur Folge. Höhere Steuern bedeuten eine zusätzliche Belastung. Der heutige Wert der zusätzlichen Steuerbelastung in der Zukunft ist der Preis der kostenlosen Verteilung. Damit dieser Wert ermittelt werden kann, muss der Verkaufszeitpunkt bekannt sein.

Der Verkauf der Unternehmensmittel kann in der Privatwirtschaft entweder durch Auktionen (Großbritannien, Chile), durch partnerschaftliche Vereinbarungen (Ungarn) oder auch durch Unternehmenstransformation in öffentliche Unternehmen, durch Aktienverkauf an einzelne Personen oder private Institutionen ausgeführt werden. Der Vorteil einer solchen Praxis ist, dass die Eigentümer nicht nur eine passive Rolle einnehmen, sondern aktiv am Management teilnehmen. Eine

⁴⁶ Grupa autora: Finansijska tržišta, sistem regulisanja odnosa, Savez ekonomista Srbije, 1996, S. 36.

Privatisierung dieser Art ist für jeden offen, der über Spargelder verfügt und bereit ist, Investitionsrisiko zu übernehmen. Durch Privatisierung entstehende Fonds können auch für die Finanzierung von Schutzmaßnahmen gegen kurzfristige, den Rationalisierungsprozess begleitende Arbeitslosigkeit genutzt werden.

Die Privatisierung durch Verkauf benötigt aber einen langen Zeitraum zur Umsetzung. Würde sie sich mit der Geschwindigkeit entwickeln, mit welcher sie im Westen geschehen ist, bräuchte man mehr als 50 Jahre, um den gesellschaftlichen Sektor in allen sozialistischen Ländern Osteuropas zu eliminieren.⁴⁷ Um den Vorgang zu beschleunigen, regte man in einigen osteuropäischen Ländern die freie Aktienverteilung an die ganze Bevölkerung an, mit der Begründung, dass freie Distribution keine Gruppe mit erworbenen Geld- oder Machtprivilegien favorisieren darf. Das wäre die schnellste und einfachste Privatisierung. Denn sind die Aktien einmal verteilt, wären die Unternehmen in privaten Händen und die Aktionäre könnten die Vorstände und die Geschäftsführung der Firmen wählen.

Die kostenlose Verteilung des sozialistischen Eigentums hat zwei positive Auswirkungen:

1. Das Budget aus der Transferfinanzierung für den armen Teil der Bevölkerung ist partiell freigestellt, somit die Steuererhöhungen geringer ausfallen können.
2. Die von der Privatisierung zu erwartende Effizienzsteigerung tritt früher ein. Die Erfahrung zeigt, dass die Privatisierung eine Effizienzsteigerung hervorruft. Wird die Privatisierung durch kostenfreie Aufteilung des sozialistischen Eigentums beschleunigt, kann diese Effektivitätssteigerung früher erreicht werden.⁴⁸

Die freie Aktienverteilung löst aber nicht das Problem eines schwach entwickelten und schlecht informierten Marktes. Das Problem wird nur aufgeschoben. Die Mehrheit der Bevölkerung, ohne jedes Wissen über den Aktienwert verschiedener Unternehmen – manche sind ertragsbringend, andere nicht –, wird wahrscheinlich ein Opfer der Makler werden, die durch den Aktienkauf zu sehr niedrigen Preisen und

⁴⁷ Njavro, Đ.: *Privatizacija, promjene gospodarskih struktura*; Društvena istraživanja, Nr. 1, Zagreb, 1993, S. 99.

⁴⁸ Ibid, S. 99.

durch ihren Weiterverkauf zu wesentlich höheren Marktpreisen profitieren. Solch eine Aktien-Verteilungsmethode unterstützt die Tendenz der Preissenkung während der ganzen Distribuierungszeit, was dem ausländischen Kapital den Erwerb billigen Vermögens ermöglicht und so einen beträchtlichen Einkommenstransfer ins Ausland hervorruft.

Jeder Versuch, das sozialistische Eigentum zu verkaufen oder kostenlos zu verteilen, verlangt nach einer Struktur, deren wichtigste Charakteristik die Trennung von Eigentum und Kontrolle ist. Darunter versteht man, dass die Manager in den Gesellschaften nicht gleichzeitig die Eigentümer sind. Das stellt ein besonderes Problem dar, wenn die Eigentümerzahl groß ist – wie es allgemein in öffentlichen Gesellschaften vorkommt, wo niemand den Großteil des Gesamtkapitals besitzt. Das Problem ist in den früheren sozialistischen Ländern sehr ausgeprägt, da dort nur Wenige reich genug sind, um sich den Kauf eines großen Teils der Aktien einer Firma leisten zu können.⁴⁹

4.4. Privatisierungsmodelle

Die Privatisierungszyklen zeigen und bestätigen, dass das Privatisierungs„modell“ vor allem eine politische Entscheidung des Gesetzgebers ist, durch die all jene unerwünschten Effekte, die auf dem Weg zur Marktwirtschaft vorrangig erreicht, eliminiert oder minimalisiert werden sollen. Basierend auf Konkurrenzentwicklung, niedrigeren Subventionierungskosten im öffentlichen Sektor und Beseitigung des Monopols auf dem Waren- und Dienstleistungsmarkt sind folgende Privatisierungseffekte erwünscht: Einnahmensicherung für den Staat, Zufluss des Auslandskapitals, schnellere und breitere Integration der Wirtschaft in den internationalen Kapitalmarkt sowie ihre Strukturveränderungen, Entwicklung neuer Technologien und Waren, Erhaltung und Wachstum der Beschäftigungszahl, Verbesserung sozialer Gerechtigkeit.

Als Risiken und unerwünschte Effekte, die man vermeiden oder wenigstens minimieren sollte, sind zu nennen: zusätzliche Staats- und Unternehmenskosten, Konkurs und Liquidation vieler Unternehmen in einem kurzen Zeitraum, steigende

⁴⁹ Grupa autora: Privatizacija preduzeća i banaka u BiH, Revicon, Sarajevo, 1998, S. 46.

Arbeitslosigkeit und soziale Spannungen, Übernahme der Konkurrenzunternehmen, jähe und unkontrollierte Dominanz des Auslandskapitals, Existenz vieler Kleinaktionäre, die keine Bildung einer kompetenten Leitungs- und Unternehmensstruktur ermöglicht.

Der Transitionsbegriff steht mit verschiedenen Prozessen in Verbindung. In den ehemaligen sozialistischen Republiken wird die Transition hauptsächlich mit dem Eigentümerwechsel von staatlichen auf private Unternehmen und der Einführung einer marktwirtschaftlichen Denkweise gleichgesetzt. Dabei nimmt man als eine der Transitionsgrundlagen den Wechsel vom Gesellschafts- und Staatseigentum zum Privateigentum an. Eine Besonderheit aller Transitionsländer ist, dass nirgendwo ein einseitiges Privatisierungsmodell in reiner Form Anwendung fand.

4.4.1. Gutschein-Privatisierung

Hinter der Gutschein-Privatisierung, auch als kostenlose oder Lotterie-Privatisierung bekannt, steckt eine einfache Idee: das in Gutscheinen/Zertifikaten eingeschriebene Privatisierungsgeld wird an die Bürger verteilt, die damit Unternehmensaktien kaufen. Die Gutscheine/Zertifikate werden an die Bürger in verschiedenen Betragshöhen ausgegeben, abhängig von deren Alter, Dienstalter und nach einigen weiteren Charakteristiken, wie beispielsweise deren Teilnahme am Krieg.

Die Gutschein-Privatisierung kann entweder zentral organisiert werden, für eine größere Unternehmerzahl auf einmal (tschechisches System) oder dezentralisiert, für jedes einzelne Unternehmen (russisches System). Sie stellt theoretisch eine einfache und relativ schnelle Privatisierungsmethode dar, ist für den Staat sehr günstig, und obwohl sie dem Staat keine Einnahmen bringt, hat sich herausgestellt, dass dieser Verlust durch rasche Abwicklung und Gerechtigkeit kompensiert wird. Die Gutschein-Privatisierung ist transparenter als andere Modelle und Probleme betreffend Unternehmensbewertung, die bei anderen Privatisierungsformen auftreten, werden dabei vermieden.

Eine negative Auswirkung der Gutschein-Privatisierung ist, dass sie keine effiziente Unternehmensleitung sichert. Wegen des breit distribuierten Eigentums, der gleichen

„Kaufkraft“ eines jeden Bürgers, hat niemand die Kontrolle über die Verwaltungsstruktur, sodass die Geschäftsergebnisse meist schlecht sind.

Der Versuch einer Bildung von Investmentfonds (welchen die Bürger ihre Gutscheine/Zertifikate überlassen würden) verursachte andere Probleme, nämlich das Problem der Fondsverwaltung. Über die Fonds ist das Eigentum natürlich weit verteilt, sodass das Fondsmanagement von den Eigentümern nicht kontrolliert wird, was zur Ineffektivität sowohl der Fonds als auch der Unternehmen führen kann.⁵⁰

4.4.2. Verkauf⁵¹

Der Verkauf des Unternehmenskapitals an einen dominierenden Eigentümer erweist sich unter dem Gesichtspunkt der ökonomischen Effizienz als die beste Methode. Das Unternehmen wird durch Börsenausschreibung oder durch Abmachung an den interessierten Käufer verkauft. Der Aktienverkauf an einen Mehrheitseigentümer bringt gewöhnlich eine gute Geschäftsführung mit sich, was Neukapitalisierung des Unternehmens, Geschäftserweiterung, Reorganisation, Stärkung der Disziplin und mehr Unternehmertum bedeutet. Wegen der Verlässlichkeit, größerer Kapazitäten, der Orientierungsmöglichkeit auf dem Auslandsmarkt und Ähnlichem ist es besonders günstig, wenn ein ernsthafter Auslandsinvestor zum dominanten Eigentümer wird. Das Verkaufsmodell bringt auch Einnahmen in die Staatskasse, was ein zusätzlicher Vorteil ist.

Dieses Modell hat aber zwei große Problembereiche, einen politischen und eine technischen. Als politische Probleme können erwähnt werden:

- der Großteil der Bevölkerung erlebt solch eine Privatisierung, besonders aber die Verteilung, als ungerecht und fühlt sich betrogen,
- Beschäftigte und Manager stellen sich, ihre Interessen verteidigend, gegen die Verkäufe,

⁵⁰ Transparency international, Privatizacija državnog kapitala u Bosni i Hercegovini, Banja Luka, 2009, S. 10.

⁵¹ Diese Privatisierung fand in Deutschland (für die ostdeutsche Wirtschaft), Ungarn und Estland Anwendung.

- Viele beschuldigen den Staat des Verrat und des Ausverkaufs der nationalen und wirtschaftlichen Souveränität.

Technische Probleme stellen sich wegen der Vielschichtigkeit, dem Zeitaufwand und den Kosten der Verkaufsvorbereitungen für jedes einzelne Unternehmen, mag es sich um einen Aktienverkauf oder um einen direkten Verkauf an Investoren handeln. Die Unternehmensbewertung als Haupt-Verkaufsmethode ist oft ein kompliziertes und aufwendiges Verfahren, besonders, wenn es eine beträchtliche politische und ökonomische Ungewissheit gibt und die Informationen und die Daten in der Buchhaltung nicht transparent sind.

4.4.3. Insiderprivatisierung⁵²

Insiderprivatisierung ist eine weitere Privatisierungsmethode, die eine Kombination des Verkaufs und der kostenlose Vergabe von Unternehmensanteilen an Manager oder Arbeiter des jeweiligen Unternehmens darstellt, wobei bei jedem einzelnen Unternehmen nur ein gesondert festgelegter Anteil für die kostenlose Vergabe reserviert ist. Gegen diese Methode wird eingewandt, dass die Arbeiter aus gut dastehenden (gewöhnlich monopolistischen) Unternehmen zusätzliche Privilegien erhalten.

Bei Arbeitern war diese Methode jedoch besonders beliebt. Es wurde unterstellt, dass eine Insiderprivatisierung am wenigsten schmerzhaft wäre, weil sich durch diese Methode die Unternehmensstruktur kaum ändert und die Unternehmensleitung und -kontrolle weiterhin den Arbeitern, die gleichzeitig auch Unternehmenseigentümer sind, obliegt. Der wichtigste Vorteil einer Insiderprivatisierung hat also einen politischen Hintergrund: der Arbeiter- und Managerwiderstand in den zu privatisierten Firmen ist minimal. Manche meinen, dass diese Methode die Geschäftsführung positiv fördert, weil die Beschäftigten als Eigentümer motivierter sind, effizient zu arbeiten und eine bessere Aufsicht über das Management auszuüben.

⁵² Dieses Privatisierungsmodell war in Ex-Jugoslawien populär (Slowenien, Kroatien, Serbien, Makedonien, teilweise BuH). Polen nutzte zum Teil das Aktiengeschäft der Beschäftigten. Russland hat nach verschiedenen Methoden die Privatisierung hauptsächlich durch das Aktiengeschäft der Beschäftigten abgeschlossen. Rumänien und die Slowakei haben dieses Modell zum Teil auch angewendet.

Aber, um die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten, neigen die Arbeiter dazu, ausländischen Investoren den Zugang unmöglich zu machen. Grund dafür ist, dass sie nicht nur an einer Maximierung des Unternehmenswertes, sondern auch am Erhalt ihres Arbeitsplatzes interessiert sind. Das führt zu unzureichenden Investitionen, bringt kein neues Know-how und verbessert nicht die Unternehmensführung und -kontrolle. Auslandsinvestoren sind nicht daran interessiert, in ein Unternehmen zu investieren, in welchem die Arbeiter dominieren und Unternehmensumstrukturierungen nicht möglich sind; die Manager können sich wegen ihres kleinen Eigentumsanteils dem Druck der Arbeiter kaum widersetzen.⁵³

4.5. Rechtlicher und institutioneller Privatisierungsrahmen in Bosnien-Herzegowina

Der Privatisierungsprozess ist eine der bedeutendsten Transitionsumwandlungen, weil durch Privateigentum eine neue Grundlage für die Marktwirtschaft geschaffen wird, was eine höhere Effizienz der auf dem Markt wirkenden Gesellschaften ermöglicht. Der Privatisierungsprozess erfordert die Liberalisierung des gesamten wirtschaftlichen Umfeldes und den Aufbau eines neuen Finanzsystems und effizienter Regierungs- und Marktinstitutionen. All das war in Bosnien-Herzegowina dadurch zusätzlich erschwert, da der Prozess des Staatsaufbaus und der Schaffung gegenseitigen Vertrauens mit der Demilitarisierung, Dekriminalisierung u. ä. parallel lief.

Bosnisch-herzegowinische Unternehmen und die bosnisch-herzegowinische Wirtschaft hatten ab 1995 schwere Arbeitsbedingungen, sie standen vor ausgesprochen komplizierten Veränderungen, Entwicklungs- und Unternehmenszielen wie Aufgaben, die nicht leicht zu lösen waren. Die grundlegenden (aber nicht die einzigen) Ziele der bosnisch-herzegowinischen Wirtschaftspolitik waren die Beseitigung der Kriegsfolgen, die Rückkehr aller Vertriebenen, der Übergang zum Marktsystem (dessen Vorbedingung die Privatisierung sein sollte), die Einleitung und Dynamisierung der marktwirtschaftlichen Entwicklungsgrundlagen (vor allem des Konkurrenzsystems, des individuellen Unternehmertums und des Privateigentums),

⁵³ Transparency international, Privatizacija državnog kapitala u Bosni i Hercegovini, Banja Luka, 2009, S. 10.

die Integration in die europäische und die Weltwirtschaft, die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit sowie die Erhaltung des Lebensstandards und die Gewährleistung der sozialen Sicherheit für alle Bürger, schließlich die Bekämpfung der Schattenwirtschaft.

Den Beginn des Privatisierungsprozess in der bosnisch-herzegowinischen Wirtschaft kennzeichneten folgende Schwierigkeiten:

- Kriegsfolgen (Prioritäten: Betreuung der Vertriebenen und Flüchtlinge und Wiederaufbau der durch den Krieg zerstörten Wirtschaft);
- Transitionsökonomie (rascher Aufbau der Marktmechanismen und Institutionen und beschleunigte Privatisierung);
- soziale Unterschiede, Anstieg der Arbeitslosigkeit und wirtschaftliche Migration;
- notwendige allumfassende Entwicklungsstrategie mit Stabilisierungsmaßnahmen als Voraussetzung für Transition und Privatisierung;
- auf der Seite der Unternehmen: die Desinvestition zu unterbinden, Kapital anzuziehen und die Kapitalflucht zu verhindern, Marktpräsenz und Wachstum zu sichern.

Solche Bedingungen waren für jede Regierung eine riesige Verantwortung. Geschick, Kenntnis und Kompetenz waren notwendig, um die Kriegsschäden zu beseitigen, das Marktsystem aufzubauen, das gesellschaftliche Eigentum zu privatisieren und die Entwicklung zu dynamisieren und zu internationalisieren. Vor allem war es nötig, die Regierung – und besonders ihre Wirtschaftsressourcen – als Ganzes zu stabilisieren.

Obwohl in der einheimischen fachlichen sowie in der breiteren Öffentlichkeit die Meinung herrschte, dass in Bosnien-Herzegowina keine Privatisierung des staatlichen Eigentums durchgeführt werde, sondern vielmehr Eigentumstitel über die Produkte von gesellschaftlicher Arbeit erstmals erlangt würden, konnte man die Rolle des Staates weder als Kontroll- noch als Verkäuferinstanz des staatlichen und/oder gesellschaftlichen Eigentums vermeiden. Privatisierung bedeutet für den Staat nämlich immer Eigentums-, Funktions- und Verantwortungstransfer oder Transfer

des öffentlichen Sektors auf Privatgesellschaften oder Einzelpersonen zwecks Erhöhung der ökonomischen Mikro- und Makro-Effizienz nach dem Prinzip individueller Initiativen, Entscheidungen und Investitionen sowie personeller Risiken und Gewinne.

Da das Projekt der Privatisierung und der gesamten wirtschaftlichen Transformation in der politischen Instabilität der Nachkriegszeit gestaltet und umgesetzt wurde, wirkte sich der Aufbau einer völlig neuen rechtlichen, territorialen, politischen und institutionellen Ordnung Bosnien-Herzegowinas dahingehend aus, dass erst zwei Jahre nach der ersten amtlichen Erörterung des Gesetzestextes die endgültige Verabschiedung der Kerngesetze über Privatisierung erfolgte, sodass manche Gesetzeslösungen ihren Zweck nicht mehr erfüllten und einige ursprünglich geplanten Effekte eingeschränkt wurden. Gesetze über die Privatisierung von Unternehmen, Banken und Wohnungen, Vorschriften zur Feststellung der Ausgangsbilanz in Unternehmen und Banken, zur Feststellung und Umsetzung der Bürgerforderungen im Zuge des Privatisierungsverfahrens wurden mit beträchtlichen Verspätungen verabschiedet. Ein Netzwerk kantonaler Privatisierungsagenturen wurde eingerichtet und die Öffentlichkeitsarbeit wurde intensiviert. Im Grunde begann die Privatisierung in Bosnien-Herzegowina schon 1990, als das damalige Parlament der Sozialistischen Föderativen Republik Jugoslawiens (SFRJ) das Gesellschaftskapitalgesetz (*Zakon o društvenom kapitalu*)⁵⁴ verabschiedete.

Diese „Marković-Privatisierung“ (benannt nach dem Präsidenten der jugoslawischen Bundesregierung [SIV] Ante Marković) sah den Übergang von gesellschaftlichem Eigentum an Privatpersonen vor, indem die Mitarbeiter die Aktien ihres Unternehmen kauften und Aktionäre wurden. Der Prozess begann Anfang 1990, wurde aber wegen der bekannten Ereignisse im damaligen Jugoslawien – wegen der Auflösung des Staates und wegen des Krieges – gestoppt. Diese Privatisierung ermöglichte den Arbeitern die Unternehmensaktien in Raten zu bezahlen, was dazu führte, dass meist nur ein Bruchteil des Wertes der zu privatisierenden Aktien an den Staat überwiesen wurde.⁵⁵

⁵⁴ Službeni list SFRJ, Nr. 84/89 und 46/90.

⁵⁵ Hanžeković, M.: *Vrijednosni papiri i njihovo tržište*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990, S. 69.

Nachträglich hat man mit der Verabschiedung der Privatisierungsgesetze in Bosnien-Herzegowina (Entitäten und Brčko Distrikt) die Effekte dieser nicht vollbrachten Privatisierung teilweise anerkannt, und zwar so, dass die für die Umsetzung der Privatisierung zuständigen Behörden verpflichtet wurden, eine Revision der Privatisierung durchzuführen und den Arbeitern eine bestimmte Beteiligung an der neuen Privatisierung (Föderation von Bosnien-Herzegowina) zuzugestehen, bzw. wurde die Feststellung dieser Kapitalwerte der Regierung (Republika Srpska) überlassen, wobei das eingetragene und nicht eingezahlte Aktienkapital abgeschrieben wurde.⁵⁶

In der Republika Srpska wurde das Privatisierungsgesetz während des Krieges verabschiedet und so ausgelegt, dass durch die Privatisierung allen Bürgern der Republika Srpska jene Beteiligungsrechte zugeteilt werden sollten, die sich im Eigentum und Vermögen des zu privatisierenden Unternehmens befanden; doch hat diese „Privatisierung“ faktisch nie begonnen, und dementsprechend auch keine Effekte gebracht.

Es ist wichtig zu bemerken, dass während des Krieges Gesetze verabschiedet wurden, die das damalige Gesellschaftseigentum, welches das Eigentum aller Bürger war und von den Mitarbeitern genutzt wurde, zum Staatseigentum erklärten. Wie der Name schon sagt, gehörte dieses Eigentum dem Staat, unabhängig davon, von welcher Verwaltungsebene jeweils die Rede war.

Es wird allgemein angenommen, dass diese Gesetze, die das gesellschaftliche Eigentum in staatliches „umwandelten“, eine nicht kontrollierte Zerstörung der Unternehmen eingeleitet hätten. Auch hätte es Missbrauch der Leitungsstrukturen gegeben, die ausschließlich nach dem Willen und im Sinne der politischen und nationalen Parteien besetzt wurden und niemandem für ihre Malversationen Rechenschaft zu geben hatten. Die Folge sei eine unkontrollierte Wertsenkung des Unternehmenskapitals gewesen, die zum Ziel gehabt hätte, die einst wertvollen und wettbewerbsfähigen Unternehmen billig zu kaufen.

Die ersten Privatisierungsgesetze wurden in den Entitäten schon 1997 verabschiedet, aber erst nachdem das Büro des Hohen Repräsentanten in Bosnien-Herzegowina das

⁵⁶ Klobučar, J.: Početni bilans stanja preduzeća, Zbornik: Privatizacija preduzeća i banaka u BiH, Revicon, 1998, S. 133.

bosnisch-herzegowinische Rahmengesetz über die Privatisierung von Unternehmen und Banken (*Okvirni zakon o privatizaciji preduzeća i banaka na nivou Bosne i Hercegovine*, 1998) erlassen hatte. Dieses Gesetz führte die Regel ein, dass Eigentum auf dem Gebiet einer Entität gemäß den dort gültigen Gesetzen privatisiert würde; gleichzeitig wurden die Entitäten verpflichtet, die Privatisierungsgesetze zu harmonisieren.

Da erst 2000 die endgültige Entscheidung über den Status des Distrikts Brčko getroffen wurde, erfolgte die Privatisierung in diesem Distrikt, der eine besondere administrative Einheit in Bosnien-Herzegowina ist, zwar gemäß den Prinzipien des Gesetzes, das der Hohe Repräsentant in Bosnien-Herzegowina erlassen hatte, aber auch auf der Basis der von der Versammlung des Distrikts Brčko verabschiedeten Vorschriften. In der Präambel des Gesetzes, das der Hohe Repräsentant erlassen hatte, wird auf den Annex 4 des Dayton-Abkommens (die Verfassung von Bosnien-Herzegowina), der keine Bestimmungen über das staatliche oder öffentliche Eigentum beinhaltet, Bezug genommen. Alles, was nicht explizit der Zuständigkeit Bosnien-Herzegowinas zugeteilt wurde, wurde der Zuständigkeit der Entitäten vergeben. So führte dieses Gesetz das Prinzip der territorialen Privatisierung (Entitätshoheit) ein.

In Bosnien-Herzegowina hat man also in drei administrativen Einheiten (neben dem erlassenen Gesetz gibt es in der Ebene des Staates Bosnien-Herzegowina keine privatisierungsbezogene Legislative) drei gesonderte Privatisierungssysteme für das Staatskapital verabschiedet.

4.5.1. Die Republika Srpska

Das Gesetz über die Privatisierung des Staatskapitals (*Zakon o privatizaciji državnog kapitala*) wurde in der Republika Srpska 1998⁵⁷ verabschiedet und 2002, 2003, und 2005 geändert und ergänzt. Die Republika Srpska hat 2006 ein ganz neues Gesetz über die Privatisierung des Staatskapitals in den Unternehmen (*Zakon o privatizaciji*

⁵⁷ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98.

državnog kapitala u preduzećima) verabschiedet, das einmal, im Jänner 2007⁵⁸, geändert wurde.

Das Gesetz aus 1998 definierte die Privatisierung als Verkauf und Übertragung des staatlichen Kapitals jener Unternehmen, die im Eigentum der Republika Srpska sind, in das Eigentum in- und ausländischer natürlicher und juristischer Personen. Als Grundprinzipien der Privatisierung galten die Öffentlichkeit und Gleichberechtigung der Beteiligten. An dieser Stelle ist hervorzuheben, dass die staatlichen Wohnungen, Geschäftsräumlichkeiten, Garagen und anderes Eigentum nach besonderen Gesetzen privatisiert wurden. Die Wohnungsprivatisierung war abgeschlossen, das Gesetz über die Privatisierung von Geschäftsräumlichkeiten und Garagen (*Zakon o privatizaciji poslovnih prostora i garaža*)⁵⁹ verabschiedet, doch der Streit zwischen den Behörden der Entität und den kommunalen Behörden, der vor allem wegen der Verteilung der Mittel aus dieser Privatisierung entstand, verhinderte eine endgültig Ausarbeitung des Gesetzes.

Das Gesetz fand nie Anwendung (obwohl es vom Parlament der Republika Srpska ohne jegliche Reserven verabschiedet wurde), wurde aber auch nie außer Kraft gesetzt, was, wie es scheint, ein besonderer Präzedenzfall ist. Auf der anderen Seite wurde bebauter städtischer Gebiet aufgrund des Privatisierungsgesetzes dem Unternehmenseigentum zugerechnet. Deshalb stellte sich häufig heraus, dass die Unternehmen nur privatisiert wurden, um dadurch an attraktive Bauliegenschaften zu kommen; die Produktion stand in der Regel an zweiter Stelle.

Das Staatskapital in den Banken, Finanzinstituten und Versicherungen wurde nach besonderen Vorschriften privatisiert. Die mit der Umsetzung beauftragte Behörde war die Privatisierungsdirektion (*Direkcija za privatizaciju*), die den Verkauf von Staatskapital abwickelte und für die Arbeit der Regierung der Republika Srpska verantwortlich war. Zahlungsmittel für den Kauf von Staatseigentum waren Bargeld, Coupons, die als Forderungskompensation aus den alten Spargeldern in ausländischer Währung ausgestellt wurden, sowie Gutscheine, die den Bürgern und begünstigten Einwohnerkategorien zugesprochen wurden: Jeder Bürger der Republika Srpska hatte Anspruch auf eine bestimmte Anzahl von Gutscheinen. Veteranen, Hinterbliebenen-

⁵⁸ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 51/06.

⁵⁹ Službeni list SFRJ, Nr. 98/04, 11/06, 74/07.

und Verschollenenfamilien, Invaliden und all jene, die während des Krieges arbeitspflichtig waren, bekamen zusätzliche Gutscheine. Außerdem konnten Personen mit Alt-Spargeldern in ausländischer Währung, mit diesen Ersparnissen staatliche Wohnungen kaufen, auf die sie das Wohnrecht hatten.

Beteiligt an der Privatisierung waren auch der Renten- und Invalidenfonds (*Fond penziono-invalidiskog osiguranja*) mit 10% Aktien im privatisierten Unternehmen sowie der Restitutionsfonds (*Fond za restituciju*) mit 5%, wobei die auf weniger als 300.000 BAM wertgeschätzten Unternehmen keine Pflicht hatten, die Aktien auf diese beiden Fonds zu übertragen. Der Wert der Staatskapitals wurde aufgrund des Gesetzes über die Ausgangsbilanz in der Privatisierung von Staatskapital in den Unternehmen (*Zakon o početnom bilansu stanja u postupku privatizacije državnog kapitala u preduzećima*)⁶⁰ ermittelt. Privatisierungsmethoden waren: a) Gutschein-Angebot, b) Ausschreibung, c) Lizitierung, d) besondere Lizitierung (eine Lizitierung, bei welcher der Verkäufer allmählich den Preis senkt, bis er ein Angebot bekommt), e) direkter Verkauf und f) Kombination dieser Methoden.

Das Gesetz verlangte, dass mindestens 55% des staatlichen Kapitals durch Gutschein-Angebote verkauft würde. Die Übertragung der Eigentumsrechte auf die Käufer erfolgte zu dem Zeitpunkt, an dem der volle Preis akzeptiert wurde, wobei es verboten war, den Aktienkauf der Unternehmen zu finanzieren, zu kreditieren oder mit Mitteln des zu privatisierenden Unternehmens zu garantieren.

Die Republika Srpska hat ein neues Gesetz zur Privatisierung des Staatskapitals in den Unternehmen verabschiedet, in welchem sie sich zwar deklarativ an die Gesetzesprinzipien aus 1998 hielt, aber dennoch den Privatisierungsprozess der so genannten strategisch wichtigen Unternehmen dahingehend änderte, dass die Privatisierungsagentur (*Agencija za privatizaciju*) abgeschafft und die Investitions- und Entwicklungsbank der Republika Srpska (*Investiciono razvojna banka RS*) als befugter Verkäufer von Staatskapital gegründet wurde; Verkaufsgegenstand wurden nun Aktien und Anteile aus dem Portfolio des Aktienfonds der Republika Srpska (*Akcijski fond RS*) und das bis zum Inkrafttreten des Gesetzes noch nicht privatisierte Staatskapital.

⁶⁰ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98.

Die wichtigste mit diesem Gesetz verabschiedete Änderung ist die Möglichkeit, das Staatskapital in der Stromproduktion/-verteilung, der Ölindustrie, Wasserversorgung, Telekommunikation, in Bergwerken und im Forstwesen, dem Eisenbahnwesen, in den öffentlichen Medien, in Glücksspielen, in der Waffen- und Militärproduktion sowie in anderen strategisch wichtigen Unternehmen nach besonderen Privatisierungsprogrammen zu privatisieren, die von der Regierung der Republika Srpska verabschiedet und vom Parlament der Republika Srpska genehmigt werden. Doch werden in dem Gesetz auch weitere Ausnahmen definiert, die sich darauf beziehen, dass die RS-Regierung in den genannten Bereichen die Unternehmen auch durch unmittelbare Käuferauswahl mit Zustimmung des RS-Parlamentes privatisieren kann.

Sich auf dieses Privatisierungsgesetz berufend, hat das RS-Parlament das Gesetz über die Verkaufsbedingungen von Aktien in der Ölindustrie in der Republika Srpska (*Zakon o uslovima prodaje akcija iz oblasti naftne industrije Republike Srpske*)⁶¹ verabschiedet (Februar 2007/Juli 2007), das als das *Ius specialis* gegenüber allen anderen Gesetzen galt. Aufgrund dieses Gesetzes wurden wichtige Unternehmen in der Republika Srpska verkauft.

Im März 2008 hat die RS-Regierung ein Eilverfahren im Parlament für den Entwurf des Gesetzes über Änderungen und Ergänzungen des Gesetzes über die Privatisierung des Staatskapitals in den Unternehmen (*Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima*)⁶² eingeleitet, das der RS-Regierung das Recht einräumt, bei der Privatisierung unmittelbar einen Käufer zu wählen, sowohl für Unternehmen in den bereits genannten Bereichen sowie anderen Unternehmen, die aufgrund eines Regierungsbeschlusses der Republika Srpska für strategisch wichtig erklärt wurden, „sodass die Gesetzesänderung so schnell wie möglich vorgenommen werden kann und damit deren Privatisierung ermöglicht wird.“⁶³

⁶¹ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 20/07, 68/07.

⁶² Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 51/06, 1/07, 53/07, 41/08, 58/09.

⁶³ Begründung des Gesetzes über Änderungen und Ergänzungen des Gesetzes über die Privatisierung des Staatskapitals in den Unternehmen – Verabschiedungsgründe.

Bankenprivatisierung

Banken in der Republika Srpska wurden aufgrund des Gesetzes über die Privatisierung des Staatskapitals in den Banken (*Zakon o privatizaciji državnog kapitala u bankama*)⁶⁴ privatisiert. Wie die Unternehmen, hatten auch die Banken eine Ausgangsbilanz zu erstellen, die aufgrund eines besonderen Gesetzes über die Ausgangsbilanz in dem Privatisierungsverfahren des Staatskapitals in den Banken (*Zakon o početnom bilansu stanja u postupku privatizacije državnog kapitala u bankama*)⁶⁵ vom Finanzministerium der Republika Srpska genehmigt wurde. Alle Banken, die mehr als 50% Staatskapital hatten, begannen den Privatisierungsprozess, insolventen Banken hat die RS-Bankenagentur (*Agencija za bankarstvo RS*) die Arbeitsgenehmigung entzogen; sie gaben ihre Tätigkeit auf. Die Bankenprivatisierung wurde vom Finanzministerium vollzogen. Verkaufsgegenstand waren die bereits emittierten Aktien oder durch Aktienemissionen ausgegebene neue Aktien; als Verkaufsmethoden wurden Lizitierung und bei Nichtgelingen der Lizitierung unmittelbarer Verkauf angewandt. Bankenaktien konnten im Zuge der Privatisierung nur bar bezahlt werden, wobei ein Kreditieren des Aktienkaufs nicht aus dem Kapital der zu privatisierenden Bank erfolgen konnte. Der Erlös aus dem Verkauf der bereits emittierten Aktien ging an den Budgethaushalt der RS, der Erlös aus den neu emittierten Aktien an die Bank. Den Verkaufsvertrag für die Aktien genehmigte die RS-Regierung, und der Vertragsschluss oblag dem Finanzministerium der Republika Srpska.

Privatisierungs- und Investitionsfonds und Verwaltungsgesellschaften für die Privatisierungsfonds

Privatisierungs- und Investitionsfonds (PIF) wurden aufgrund des Gesetzes über die Privatisierungs- und Investitionsfonds und Verwaltungsgesellschaften für die Privatisierungsfonds (*Zakon o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima*)⁶⁶ mit dem Ziel gegründet, dass über diese Fonds die an die Bürger der Republika Srpska ausgeteilten Gutscheine aufgrund des Staatskapitalprivatisierungsgesetzes gesammelt und gegen Aktien der zu privati-

⁶⁴ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98.

⁶⁵ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98.

⁶⁶ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98, 41/98, 63/02 und 67/05.

sierenden Unternehmen getauscht werden. Die PIF-Verwaltungsgesellschaften sowie die PIFs selbst wurden als Aktiengesellschaften unter Beachtung der geltenden gesetzlichen Minimalstandards für die Gründung und Arbeit dieser Gesellschaften gegründet. Die Bürger haben ihre Gutscheine diesen PIFs zur Verwaltung anvertraut, sie nutzten sie ausschließlich für die Gründung der PIFs und wurden so PIF-Aktionäre; die PIFs haben sich mit diesen Gutscheinen an der Unternehmensprivatisierung beteiligt, wobei ein PIF zwecks Risikoverteilung maximal 10% der gesammelten Gutscheine für den Aktienkauf in einem Unternehmen verwenden konnte.

Notwendige Begleitinstrumente für die Privatisierung sind das Wertpapiergesetz (*Zakon o hartijama od vrijednosti*)⁶⁷, die Kommission für Wertpapiere als zentrale Aufsicht (*Komisija za hartije od vrijednosti*), das zentrale Wertpapierregister (*Centralni registar hartija od vrijednosti, CRHOV*) und die Börse in Banja Luka (BLSE).

Es wurde 2002 auch das Gesetz über die Übernahme von Aktiengesellschaften (*Zakon o preuzimanju akcionarskih društava*)⁶⁸ verabschiedet, nach welchem ein Aktionär, der 25% der von den Emittentenaktien gewährten Stimmzahl erwirbt, über diesen Erwerb den Emittenten, die Wertpapierkommission und die Öffentlichkeit unverzüglich in Kenntnis zu setzen sowie ein Angebot zur Übernahme zu veröffentlichen hat.

Aufgrund des Restitutionsfondsgesetzes wurde der Restitutionsfonds der Republika Srpska (*Fond za restituciju Republike Srpske*) gegründet. Das Ziel war, der RS-Regierung die Mittel zu sichern, damit sie an die Alt-Eigentümer eine Entschädigung für das nationalisierte oder in einer anderen Form enteignete Eigentum auszahlen könne, wenn das Restitutionsgesetz verabschiedet würde. Das Privatisierungsgesetz zum Staatskapital sieht vor, dass der RS-Restitutionsfonds 5% Aktien in jedem privatisierten Unternehmen per Gesetz erwirbt. Da der Fonds als eine Aktiengesellschaft gegründet wurde, kann er sowohl Mittel als auch Dividenden erwerben. Der Fonds wird von der RS-Investitions- und Entwicklungsbank verwaltet.

⁶⁷ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 4/02.

⁶⁸ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98.

Gemäß dem früheren Privatisierungsgesetz (aus 1988) war die Privatisierungsagentur das mit dem Privatisierungsprozess beauftragte Organ, ihr oblag der Aktienverkauf staatlicher Unternehmen. Das Gesetz über die Investitions- und Entwicklungsbank der Republika Srpska (2006) schaffte die RS-Privatisierungsdirektion ab; die Aufgaben im Zusammenhang mit der Privatisierung des nicht privatisierten Staatkapitals übernahm die RS-Investitions- und Entwicklungsbank (IRBRS). Die IRBRS wurde zwecks Verwaltung folgender Fonds in der Republika Srpska gegründet: Wohnfonds, Fonds für Entwicklung und Arbeit, Aktienfonds, Restitutionsfonds und dem Fonds für Verwaltung der Liegenschaften und Forderungen im Eigentum der Republika Srpska.⁶⁹ Dem RS-Aktienfonds wurden per Gesetz Aktien und Anteile in Unternehmen zugesprochen, die nach dem Inkrafttreten des Aktienfondsgesetzes (*Zakon o akcijskom fondu*)⁷⁰ registriert werden, sowie Aktien und Anteile, die die Republika Srpska im Umstrukturierungs- oder Konkursverfahren der eingetragenen Unternehmen erwirbt, sodass erworbene Aktien und Anteile das Fondseigentum bilden und dem Fonds alle Wertpapierrechte und alle Rechte aus den Anteilen in seinem Portfolio gehören. Die IRBRS verkauft Wertpapiere aus dem Portfolio des Aktienfonds an der Börse durch Ausschreibungen. Ausnahmsweise können Wertpapiere auch mit anderen Methoden, die im Einklang mit dem Privatisierungsgesetz sind, verkauft werden.

Eine Privatisierungsform gesellschaftlicher Güter im weiteren Sinn kann auch das Verfahren sein, das im Konzessionsgesetz (*Zakon o koncesijama*)⁷¹ geregelt ist. Der Begriff „Konzession“ bedeutet das Recht, eine Tätigkeit durch Nutzung von Naturressourcen, gemeinschaftlich genutzten Gütern und Tätigkeiten, die von allgemeinem Interesse sind, ausüben zu können. Konzessionsgegenstand ist der Bau oder die Nutzung von Straßen und zugehöriger Infrastruktur, von Eisenbahnen, beschiffbaren Wasserwegen und -kanälen, Flughäfen, Gewässern, der Bau von Objekten in der Energiewirtschaft, Erdöl- und Erdgasnutzung sowie die Nutzung anderer mineraler Rohstoffe, bis hin zu Glücksspielen und Post- und Telekommunikation.

⁶⁹ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 56/06.

⁷⁰ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 38/01, 45/05.

⁷¹ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 92/09.

Durch das Konzessionsgesetz wurde die für die Umsetzung des Gesetzes zuständige Kommission der Republika Srpska für Konzessionen (*Komisija za koncesije RS*) gegründet; die endgültige Konzessionsentscheidung oblag der RS-Regierung. Es gibt zwei Konzessionsmethoden: öffentlicher Aufruf, den die Konzessionskommission ausschreibt, und ein selbstinitiiertes Angebot, mit welchem sich der zukünftige Konzessionär an die Regierung oder das zuständige Ministerium wendet, wobei aber die RS-Konzessionskommission die Zustimmung für eine Vertragsschließung aufgrund eines selbstinitiierten Angebotes gibt.

Im März 2006 verabschiedete das RS-Parlament schließlich das Gesetz über die Privatisierungsrevision in staatlichen Unternehmen und Banken (*Zakon o reviziji privatizacije u državnim preduzećima i bankama*)⁷² mit den Zielen:

- Gesetzesmissachtungen bei der Privatisierung und in der Eigentümerstruktur festzustellen;
- die Pflichten und die Verantwortung der für die Privatisierung zuständigen staatlichen Beamten in Behörden, Verwaltungs- und anderen Organisationen festzulegen;
- die Vertragsparteien zu überprüfen.

Als Privatisierungsrevision gilt auch die Prüfung der Entscheidungen und Handlungen der Regierung der Republika Srpska, der RS-Privatisierungsdirektion, des Finanzministeriums und der Bankenprivatisierungsstelle (*Jedinica za privatizaciju banaka*). Die Privatisierungsrevision erfolgt durch die Kommission für die Privatisierungsrevision, die von der RS-Regierung ernannt wird.

4.5.2. Föderation von Bosnien-Herzegowina

Das Gesetz über die Privatisierung des staatlichen Kapitals in der Föderation von Bosnien-Herzegowina (*Zakon o privatizaciji državnog kapitala u FBiH*)⁷³ wurde 1997 verabschiedet und danach neun Mal geändert oder ergänzt. Aufgrund der verfassungsmäßigen Struktur der Föderation von Bosnien-Herzegowina waren die

⁷² Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 33/06.

⁷³ Službene novine FBiH, Nr. 27/97.

verfassungsrechtlichen Zuständigkeiten in der Wirtschaft zwischen der Föderation von Bosnien-Herzegowina als Teilrepublik in Bosnien-Herzegowina und der Kantone innerhalb der Föderation von Bosnien-Herzegowina geteilt, so auch die Privatisierungsumsetzung: neben der Privatisierungsagentur der Föderation von Bosnien-Herzegowina (*Agencije za privatizaciju Federacije BiH*) gab es zehn kantonale Privatisierungsagenturen, die durch kantonale Gesetze gegründet wurden.

Zum Unterschied von der „Marković-Privatisierung“ entschied man sich für das Modell der Massenprivatisierung, das eine Mitwirkungsmöglichkeit für Bürger, Privatisierungs- und Investitionsfonds (PIF) und andere Investoren eröffnete. In diesem Sinne erarbeitete man Privatisierungsvorschriften in der Föderation. Dieses Modell stützte sich auf die Erfahrungen aus Ländern, die schon in Transition waren, indem bestimmte kriegsbedingte Besonderheiten und Folgen beachtet wurden. Es eröffnete in erster Linie die Möglichkeit, Staatskapital eines Unternehmens gegen Zertifikate zu kaufen. Die Zuteilung der Zertifikate ermöglichte es den Bürgern, private Anteile des verfügbaren Staatskapitals zu erwerben.

Wie in der Republika Srpska musste jedes zu privatisierende Unternehmen der zuständigen (kantonalen) Privatisierungsagentur ein Privatisierungsprogramm und eine Ausgangsbilanz vorlegen. Es wurde auch eine Privatisierungsrevision der Unternehmen aufgrund des Gesellschaftskapitalgesetzes (*Zakon o društvenom kapitalu*)⁷⁴ vorgenommen; die Revisionsresultate waren laut ex-jugoslawischem Gesetz ein Bestandteil der Bilanz des zu privatisierenden Unternehmens. In der Ausgangsbilanz wurden weder Wohnungswerte, noch der Wert der Naturressourcen und Gemeingüter oder der Wert der Mittel, auf welche sich das Restitutionsgesetz beziehen sollte, ausgedrückt.

Die Unternehmensprivatisierung erfolgte durch Verkauf von Aktien und Eigentum, und als Methoden wurden öffentlicher Verkauf, öffentliche Abgabe von Angeboten und alternativ unmittelbare Verhandlung angewandt. Zahlungsmittel waren:

- Zertifikate aufgrund von Forderungen natürlicher Personen gegen die Föderation,

⁷⁴ Službeni list SFRJ, Nr. 84/89 und 46/90.

- Zertifikate aufgrund der Forderungen juristischer Personen gegen die Föderation als Kompensation für Eigentum, das Restitutionsgegenstand ist;
- Wertpapiere,
- Geld und Zahlungsmittel in ausländischer Währung,
- Verpflichtungen gegenüber Kriegsveteranen, sowie Zertifikate der Soldaten der Armee von Bosnien-Herzegowina.

Die Föderation von Bosnien-Herzegowina hat fünf Forderungsgrundlagen festgelegt⁷⁵:

- allgemeine Forderungen,
- alte Spargelder in ausländischer Währung,
- Differenz nicht geleisteter Renten,
- Forderungen aus nicht geleisteten Löhnen an die Streitkräfte (Soldaten der Armee von Bosnien-Herzegowina, des Kroatischen Verteidigungsrats und der Polizeikräfte).
- Restitution: Allerdings gab es keine Forderungen, da das Restitutionsgesetz nicht verabschiedet wurde.

Das Privatisierungsgesetz sieht in Bezug auf Unternehmen, deren Grundkapital bis 500.000 BAM beträgt und die bis zu 50 Mitarbeiter beschäftigen, auch eine sogenannte kleine Privatisierung vor. Diese bezieht sich auf Unternehmen, deren Grundtätigkeit in Handel, Gastgewerbe, Dienstleistungen und Personenverkehr besteht. Der Verkauf von staatlichem Kapital erfolgte in der kleinen Privatisierung mit einer Pflichtzahlung in Bargeld in Höhe von mindestens 35% des vereinbarten Verkaufspreises; für jeden geleisteten Barbetrag über diese 35% hinaus konnte man einen Rabatt in Höhe von 8% bekommen. Werden Unternehmensteile, die aus einer Teilung der Unternehmen in mehrere selbständige technische und ökonomische Einheiten entstanden sind, privatisiert, gilt das als Verkauf im Zuge der großen Privatisierung.

⁷⁵ Službeni list SFRJ, Nr. 84/89 und 46/90.

Die Entscheidung für eine Massenprivatisierung ermöglichte allen volljährigen Bürgern aufgrund verschiedener Arten von Forderungen (Kriegsentschädigungen, usw.) Unternehmensanteile zu erwerben, die bis zu diesem Zeitpunkt in gesellschaftlichem/staatlichem Eigentum waren.

Es wurde betont, dass die Regeln für die Teilnahme am Privatisierungsprozess transparent seien, womit der Öffentlichkeit Einblick in alle einzelnen Privatisierungsverkäufe gewährt sei. Die Privatisierung sollte in kurzer Zeit abgeschlossen werden, was letztendlich nicht der Fall war.

Massenprivatisierung gilt als eine schnelle und einfache Art und Weise, große ökonomische Privatisierungsprogramme abzuschließen, weswegen diese Methode besonders von Transitionsländern befürwortet wurde. Das Hauptrisiko liegt darin, dass die Streuung des Eigentums, die auf diese Weise erfolgt, kein entsprechendes Resultat in der Verwaltungseffizienz in privatisierten Unternehmen ergibt.

Wie in der Republika Srpska wurde mit nachträglichen Änderungen und Ergänzungen des Privatisierungsgesetzes der Regierung der Föderation von Bosnien-Herzegowina die Befugnis gegeben, zu beschließen, dass einzelne Unternehmen nach besonderen Vorschriften privatisiert werden können und dass ein Teil oder das gesamte Staatskapital vom Privatisierungsprozess ausgenommen werden kann, wobei die Entscheidung über diese Ausnahme für bis zu 30% jedes einzelnen staatlichen Unternehmenswertes die föderale Regierung trifft, darüber hinaus das föderale Parlament auf Vorschlag der föderalen Regierung.

Das Modell, in dem die Methode des öffentlichen Aktienangebots bevorzugt war, legte denselben Ansatz in der Privatisierung für alle Unternehmen fest, was zu einer wahllosen Umsetzung der Privatisierung führte. Dieses Privatisierungsmodell wurde 2002 abgeschlossen, nach der zweiten Runde des dritten (abschließenden) öffentlichen Aufrufes zur Aktieneintragung. Die föderale Privatisierungsagentur hat von 2000 bis 2002 insgesamt drei öffentliche Aufrufe zur Aktieneintragung organisiert.⁷⁶

Die Methode des öffentlichen Verkaufs, der Ausschreibung also, die als Modell der großen Privatisierung gilt, wird nur in Ausnahmefällen angewendet, nämlich dann,

⁷⁶ Agencija za privatizaciju FBiH, Izvještaj 2002.g.

wenn Unternehmen verkauft werden, an denen strategisch wichtige Investoren reales Interesse zeigen. Da die Privatisierung nach der Methode des öffentlichen Aktienangebotes aber keinen frischen Kapitalzufluss ermöglicht (der notwendig ist, damit die Unternehmen ihren Verpflichtungen nachkommen und ihre Finanzlage sanieren können), sowie keine Unternehmensumstrukturierung (eine notwendige Voraussetzung für deren Weiterbestehen auf dem Markt), begann die Ausschreibung als Privatisierungsmethode eine immer wichtigere Rolle bei der Entscheidung über die Privatisierungsart von staatlichem Kapital einzunehmen. Die Resultate dieser Privatisierungsmethode können als positiv bezeichnet werden, da die Investoren nebst Barzahlung für das staatliche Kapital auch die Pflicht übernahmen, Investitionen zu tätigen sowie die vorgefundenen wie auch neue Arbeitnehmer zu beschäftigen.

In der zweiten Hälfte des Jahres 2006 wurden die Vorschriften des Gesetzes über die Unternehmensprivatisierung (*Zakon o privatizaciji preduzeća*)⁷⁷ und des Gesetzes über die Ausgangsbilanz der Unternehmen und Banken (*Zakon o početnom bilansu stanja preduzeća i banaka*)⁷⁸ geändert. Damit wurde die Möglichkeit der Beschleunigung der Privatisierung durch organisatorische Umstrukturierung der Unternehmen eröffnet sowie die Möglichkeit für den Kapitalverkauf über die Börse.

Der Teilprivatisierung kommt in der neueren Privatisierungsphase eine größere Bedeutung zu. Sollte es nämlich kein Interesse für den Kauf eines ganzen Unternehmens geben und ist zugleich die Teilung des Unternehmens in technische und ökonomische Einheiten möglich, können die zuständige Privatisierungsagentur und das zuständige Ministerium die Teilung eines Unternehmens zwecks Privatisierung in die Wege leiten. Der potenzielle Investor, das zuständige Ministerium, die Privatisierungsagentur und das Unternehmen können eine Veränderung der Kapitalstruktur des Unternehmens aufgrund einer gemeinschaftlichen Investition einleiten.

Bankenprivatisierung

Betrachtet man die gesetzlichen Lösungen, war der Privatisierungsprozess von Banken hinsichtlich Ausgangsbilanz, Solvenz, Privatisierungszuständigen Behörden, Privatisierungsmethode und Zahlungsart für erworbene Aktien in der Föderation von

⁷⁷ Službene novine Federacije BiH, Nr. 27/97.

⁷⁸ Službene novine Federacije BiH, Nr. 12/98, 40/99.

Bosnien-Herzegowina, identisch mit jener in der Republika Srpska. Der Verkaufsvertrag mit dem Käufer wurde von dem zuständigen (Finanz)Ministerium unterfertigt.

Gesellschaften für Fonds- und Investitionsfondsverwaltung

Auf dem Kapitalmarkt in der Föderation von Bosnien-Herzegowina werden zwei Arten von Fonds unterschieden: offene Fonds, die ohne die Charakteristiken einer juristischen Person sind, und Investitionsfonds, die Aktiengesellschaften sind. Deren ausschließliche Tätigkeit ist die Beschaffung von Finanzmitteln sowie die Investition in übertragbare Wertpapiere.

In der Föderation von Bosnien-Herzegowina wurde, wie in der Republika Srpska, ein Wertpapiergesetz (*Zakon o vrijednosnim papirima*)⁷⁹ verabschiedet und eine Wertpapierkommission (*Komisija za vrijednosne papire*) als zentrale Aufsichtsbehörde gegründet, sowie ein Zentralregister für Wertpapiere (*Zakon o registru vrijednosnih papira*)⁸⁰ und die Börse in Sarajevo (SASE)⁸¹ eingerichtet. Der einzige Unterschied besteht darin, dass in der Föderation von Bosnien-Herzegowina das Gesetz über die Wertpapierkommission (*Zakon o komisiji za vrijednosne papire*)⁸² getrennt davon verabschiedet wurde, während in der Republika Srpska Organisation und Zuständigkeit der Wertpapierkommission in dem Gesetz über den Wertpapiermarkt (*Zakon o tržištu hartija od vrijednosti*)⁸³ geregelt wurden.

In der Föderation von Bosnien-Herzegowina wurde, wie in der Republika Srpska, ein Gesetz über die Übernahme von Aktiengesellschaften (*Zakon o preuzimanju dioničkih društava*)⁸⁴ verabschiedet, nach welchem ein Gesellschafter, der mehr als 30% (in der RS 25%) der gesamten stimmfähigen Aktien des Emittenten erwirbt, über diesen Erwerb den Emittenten und die Wertpapierkommission unverzüglich in Kenntnis zu setzen hat. Beim Konzessionsgesetz gelten in der Föderation von Bosnien-Herzegowina dieselben Prinzipien wie in der Republika Srpska. In der Föderation von Bosnien-Herzegowina wurde kein Gesetz über die Privatisierungsrevision (Privatisierungen, die nicht dem Gesetz nach durchgeführt wurden, können

⁷⁹ Službene novine FBiH, Nr. 29/89, 39/98 und 64/89.

⁸⁰ Službene novine FBiH, Nr. 39/98 und 36/99.

⁸¹ www.sase.ba

⁸² Službene novine FBiH, Nr. 39/98 und 36/99.

⁸³ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 92/06.

⁸⁴ Službene novine FBiH, Nr. 7/06.

nachträglich durch Privatisierungsrevisionen annulliert werden) verabschiedet, obwohl zu diesem Thema schon länger politische und ökonomische Fachdiskussionen stattfinden.

4.5.3. Distrikt Brčko

Nach dem Schiedsspruch der internationalen Gemeinschaft über das Hoheitsgebiet von Brčko wurde 2000 der Distrikt Brčko als besondere administrative und territoriale Einheit mit einer eigenen gesetzgebenden, vollstreckenden und gerichtlichen Gewalt gegründet. Die internationale Gemeinschaft hat über den Distrikt Brčko trotzdem eine bestimmte Kontrolle durch einen internationalen Vertreter, den so genannten Supervisor, behalten, der – ähnlich dem Hohen Repräsentanten in Bosnien-Herzegowina – befugt ist, mit verpflichtenden Anforderungen an die Legislative, die vom Parlament des Distrikts Brčko wahrgenommen wird, zu intervenieren. In diesem Sinn hat das Parlament des Distrikts Brčko im März 2004 das Privatisierungsgesetz für Unternehmen (*Zakon o privatizaciji preduzeća u Brčko Distriktu Bosne i Hercegovine*)⁸⁵ verabschiedet, doch war das Kapital der zu privatisierenden Unternehmen, das aufgrund des Gesetzes über gesellschaftliches Kapital (Ex-Jugoslawien) und des Gesetzes über die Lohnauszahlung (*Zakon o isplati ličnih dohodaka*)⁸⁶ erworben war, kein Gegenstand der Privatisierung. Das mit einem Erlass des Supervisors gegründete Privatisierungsamt des Distrikts Brčko (*Kancelarija za privatizaciju*) ist dafür zuständig, die Privatisierung im Distrikt umzusetzen. Verkaufsgegenstand ist staatliches Kapital in Höhe von 67% des Gesamtwertes des zu privatisierenden Kapitals im Unternehmen; das Restkapital in Höhe von bis zu 33% wird gegen Gutscheine und Zertifikate privatisiert. Sollten diese 33% Staatskapital nicht gegen Gutscheine und Zertifikate privatisiert werden, bleibt das Kapital im Eigentum des Distrikts und wird später als Aktienkapital verkauft.

Da der Privatisierungsprozess in beiden Teilrepubliken früher begonnen wurde als im Distrikt Brčko, ließ der Supervisor für den Distrikt Brčko (2002) zuerst den Minderheits-Aktienfonds (*Manjinski dioničarski fond*) gründen und erließ Regeln zur

⁸⁵ Službeni novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03, 27/04 und 42/04.

⁸⁶ Službeni list SFRJ, Nr. 37/90 und 84/90.

Nutzung der Gutscheine (RS) und der Zertifikate (FBuH) im Privatisierungsverfahren des staatlichen Kapitals im Distrikt. Der Minderheits-Aktienfonds des Distrikts Brčko wurde zur Überwachung und Verwaltung von Aktien oder Geschäftsanteilen gegründet, die für die Forderungsrückstellungen aus Gutscheinen und Zertifikaten in Unternehmen, die im Distrikt Brčko privatisiert werden („bürgerliche Forderungen“), verwendet wurden. Nach dem Privatisierungsgesetz erfolgt der Verkauf von Staatskapital durch öffentliche Ausschreibung oder Auktion. Wie in der RS und der FBuH hatten diejenigen Unternehmen im Distrikt Brčko, die privatisiert wurden, eine Umstrukturierungspflicht sowie die Aufgabe, ein Privatisierungsprogramm und die Ausgangsbilanz zu erarbeiten.

Aufgrund einer Anweisung des Supervisors wickelte das Privatisierungsamt auch die Bankenprivatisierung im Distrikt Brčko ab. Es handelte sich um Banken im Hoheitsgebiet des Distrikts, die Teil jenes Eigentums waren, das die Entitäten privatisierten oder von Banken, deren Staatskapital von den Entitäten mit Zustimmung des Supervisors privatisiert wurde. 2003 verabschiedete das Parlament des Distrikts Brčko das Wertpapiergesetz (*Zakon o hartijama od vrijednosti*)⁸⁷, auf dessen Grundlage die Wertpapierkommission (*Komisija za hartije od vrijednosti*) und das zentrale Wertpapierregister (*Centralni registar hartija od vrijednosti*) gegründet wurden. Bei der gesetzlichen Behandlung der Wertpapierangelegenheiten gab es im Distrikt Brčko keine wesentlichen Unterschiede zu den beiden Entitäten. 2005 wurde das Gesetz über die Übernahme von Aktiengesellschaften (*Zakon o preuzimanju dioničarskih društava*)⁸⁸ verabschiedet, nach welchem ein Aktionär, der mehr als ein Drittel der gesamten stimmberechtigten Emittentenaktien erwirbt, über diesen Erwerb unverzüglich den Emittenten, die Wertpapierkommission und die Öffentlichkeit in Kenntnis zu setzen sowie ein Übernahmeangebot zu veröffentlichen hat.

Hinsichtlich des Konzessionsgesetzes (*Zakon o koncesijama*)⁸⁹ gelten im Distrikt Brčko dieselben Prinzipien wie in der RS und der FBuH – mit dem Unterschied, dass nur ein öffentlicher Aufruf für den Konzessionserwerb, aber kein selbstinitiiertes Angebot möglich ist. Im Distrikt Brčko wurde kein Gesetz über die Privatisierungsrevision verabschiedet.

⁸⁷ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 4/02.

⁸⁸ Službeni glasnik Brčko distrikta BiH, Nr. 31/05.

⁸⁹ Službeni glasnik Brčko distrikt BiH, Nr. 41/06.

4.6. Privatisierungsergebnisse in Bosnien-Herzegowina

Föderation von Bosnien-Herzegowina

Die Privatisierung des Staatskapitals wurde hier sehr langsam abgewickelt, auch die so genannte Massen-Privatisierung wurde zögerlich verwaltet. In der Zeit von 1999 bis 2003 gab es insgesamt drei Zyklen zur öffentlichen Zeichnung von Aktien mit unterschiedlichen Anforderungen in jedem Zyklus.

Der gesamte buchhalterische Wert des privatisierten Staatskapitals wird auf 3,6 Mrd. BAM geschätzt, der Gesamtwert der dafür in Zertifikaten aufgebracht wurde, belief sich auf 7,83 Mrd. BAM. Im Rahmen der öffentlichen Zeichnungen wurden insgesamt 765 Unternehmen privatisiert, in die mehr als 55.000 neue Aktionäre eintraten.⁹⁰

Neben dem Zertifikatsverkauf gab es auch Ausschreibungen in 600 Unternehmen (1999–2006). In der Föderation von Bosnien-Herzegowina wurden in dieser Zeit durch Ausschreibung 600 Unternehmen privatisiert, mit einem nominalen Gesamtwert von 1,53 Mrd. BAM; ihr Gesamtwert betrug 782 Mio. BAM. Durch die Privatisierung der Unternehmen wurden Neuinvestitionen im Wert von insgesamt 1,24 Mrd. vereinbart. Außerdem wurden neue Arbeitskräfte eingestellt. In diesen 600 Unternehmen gab es vor der Privatisierung insgesamt 41.958 Beschäftigte, weitere 13.487 Arbeitskräfte wurden nach vollendeter Privatisierung beschäftigt.⁹¹

Die Republika Srpska

In der Republika Srpska wurde das Staatskapital strategischer Unternehmen durch direkten Verkauf an Investoren privatisiert, wobei andere Aktiengesellschaften durch Zertifikate privatisiert wurden. Es wurde ein gesamter Erlös in Höhe von 50.100.000 BAM erzielt, davon 6.627.000 BAM in Bargeld (seit 2008, als die volle Funktionsfähigkeit der IRBRS als befugter Verkäufer des Staatskapitals hergestellt

⁹⁰ Agencija za privatizaciju FBiH, 2008 und TI, *Privatizacija državnog kapitala u Bosni i Hercegovini*, Banja Luka, 2009.

⁹¹ Ibid.

wurde). Dieses Privatisierungsverfahren wurde, im Vergleich zu dem vorher verwendeten Lizitierungsverfahren, generell positiv bewertet. Bei der Auswahl der Privatisierungsmethode wurde der Börsenhandel bevorzugt, sodass die Mechanismen des Kapitalmarktes wesentlich in den Privatisierungsprozess einbezogen waren.

In der RS hat man folgende Resultate erzielt: das zu privatisierende Staatskapital betrug 8,277 Mio. BAM; der Gesamtbetrag des mit allen Methoden privatisierten Staatskapitals 5,669 Mio. BAM (68,49%) und der zu privatisierende Rest des Staatskapitals 2,608 Mio. BAM (31,51%).⁹²

In der RS ist Kapital in Form des Portfolios des Aktienfonds der Republika Srpska verblieben. Es besteht aus dem Staatskapital in 390 Unternehmen. Bei 118 dieser Unternehmen (30,26%) wurde ein Konkurs- oder Liquidationsverfahren eingeleitet. Von den 272 verbliebenen Unternehmen haben 145 (53,30%) keine Anpassung an das Gesellschaftsgesetz vorgenommen oder dieses Verfahren nicht zu Ende geführt. Das ist insbesondere ein Problem, wenn man bedenkt, dass das Gesetz und die nebengesetzlichen Vorschriften vorsehen, dass die meisten Privatisierungen in der RS durch Aktienverkauf über die Börse erfolgen sollen, wofür die Anpassung an die korporative Unternehmensverwaltung eine wichtige Voraussetzung ist. Manche Unternehmen aus dieser Gruppe sind seit einigen Jahren nicht mehr tätig, sodass man deren Status beheben muss, um sich ein realistisches Bild über das restliche Privatisierungsangebot machen zu können.⁹³

4.7. Kapitalmarkt in Bosnien-Herzegowina

4.7.1. Finanzmechanismen der Privatisierung

Im Zuge der Transition wird im Rahmen tiefer ökonomischer und politischer Änderungen und Reformen in allen Ländern, somit auch in Bosnien-Herzegowina, der Kapitalmarkt als ein wesentliches Segment der Marktwirtschaft errichtet. Der Aufbau des Kapitals wirkt sich auf die Grundlage des neuen Wirtschaftssystems aus, das auf einer integralen Entwicklung aller Marktmechanismen beruht: der

⁹² Investiciono razvojna banka Republike Srpske, *Informacija o privatizaciji*, 2008.

⁹³ Transparency international, *Privatizacija državnog kapitala u Bosni i Hercegovini*, Banja Luka, 2009.

Konkurrenz sowie der Einführung und der Marktprüfung aller Finanzinstrumente. Die einzuführenden Maßnahmen dienen auch zur Stärkung der Wirkung von Marktmechanismen und sollen dem ökonomischen System Kapitalkonzepte bringen, d. h. letztendlich soll die Einführung von Kapitalmärkten das Ziel aller Reformen sein.

Mit der Einführung des Kapitalmarktes in das Wirtschaftssystem des Landes emittieren Banken und Unternehmen Aktien und Anleihen (primärer Kapitalmarkt), danach werden die Aktien und Anleihen zu Marktpreisen verkauft (sekundärer Kapitalmarkt).

Als Sinn und Zweck der Einführung des Kapitalmarktes wird die verbesserte Geschäftseffizienz des Unternehmens angegeben. Vor der Privatisierung existierte ein Monopol von Staatsunternehmen und Staatsstrukturen, sie beeinflussten die Geschäftstätigkeit der Unternehmen, was zu niedrigen wirtschaftlichen Leistungen in den Staatsunternehmen führte. Deswegen stützt sich die moderne Strategie wirtschaftlicher Reformen auf die Einführung der Marktmechanismen, des Eigentümerkonzeptes, der Bildung einer echten Konkurrenz auf den Warenmärkten einschließlich Konkurs oder Umstrukturierung von Unternehmen, sowie auf die Bildung des Kapitalmarktes. Es wird erkannt, dass es für einen Erfolg der Reform nicht ausreicht, nur auf dem Warenmarkt Konkurrenz zu ermöglichen, sondern dass auch Voraussetzungen für die Arbeit des Finanzmarktes geschaffen werden müssen.

In den bisherigen Entwicklungsphasen des Finanzsystems in Bosnien-Herzegowina dominierte eine rigide Finanzstruktur, deren Hauptcharakteristik ein Monopol von Banken war, die die einzigen Finanziers der Wirtschaft waren, sowohl von kurzfristigen Geldmitteln als auch von Investitionskrediten.

Der Kapitalmarkt ist eine wichtige Voraussetzung für die Transformation des Finanzierungssystems. Indem der notwendige Gesetzesrahmen geschaffen wird und die Eigentumsverhältnisse verändert werden, weichen die traditionellen Kreditfinanzierungen im Wesentlichen der Finanzierung durch Eigentümerpapiere. So mindert auch das Bankensystem einen Teil des Risikos der faulen Darlehen. Mit der Umsetzung von Marktprinzipien im Bankensystem und im Kapitalmarkt können

Transitionsländer neben einer Stabilisierung des ökonomischen und politischen Umfeldes eine Öffnung ihrer Märkte für das Kapital aus anderen Ländern erwarten.⁹⁴

Die Entwicklung sekundärer Kapitalmärkte hängt eng mit der Entwicklung der primären Märkte zusammen. Der sekundäre Kapitalmarkt, in welchem Wertpapiere, die früher emittiert wurden, erworben und veräußert werden, macht vor allem die langfristigen Wertpapiere liquide für deren Inhaber. Der Aktieninhaber kann seine Liquidität verbessern, indem er die Aktie im sekundären Markt veräußert. Diese Liquidität langfristiger Wertpapiere wirkt sich wesentlich auf die Absorption der primären Emission von Wertpapieren aus, da der sekundäre Markt einen relativ besseren Verkauf dieser Papiere im primären Markt erleichtert. Voraussetzung hierfür ist ein liquiderer sekundärer Markt.⁹⁵

Eine weitere Charakteristik sekundärer Märkte ist, dass sie die laufende Valorisierung des Unternehmens, das diese Aktien emittiert hat, sichern. Der Marktwert des Unternehmens beruht auf der Marktschätzung des Wertes der Unternehmensaktiva, unabhängig von deren buchhalterischen Wert. Über veränderbare Aktienpreise kann eine ständige Revalorisierung der Unternehmensaktiva erfolgen. Der Aktienwert wird anhand der Bilanzaktiva bewertet, jedoch wird der Kurs an der Börse anhand des Geschäftserfolges des Unternehmen und seiner Marktposition bestimmt. So werden institutionelle Möglichkeiten geschaffen, die gewährleisten, dass der sekundäre Kapitalmarkt ständig Preisinformationen zum Unternehmenswert, d. h. zum Wert der von diesem Unternehmen emittierten Aktien erstellt. Fällt der Aktienpreis eines Unternehmens, und geschieht das auch noch unabhängig von dem allgemeinen Trend der Aktien-Börsenpreise, dann stellt das ein Signal für das Management dar, Änderungen in der Geschäftspolitik und der Zusammensetzung des Produktionsfaktors vorzunehmen. Andererseits gibt eine Veränderung der Aktienpreise mancher Unternehmen oder sogar Branchen ein wichtiges Signal für die Funktion des primären Marktes, der die neuen Mittel aus dem Kapitalzufluss in den Finanzmarkt vor allem in diejenigen Unternehmen und Bereiche kanalisieren soll, in denen die Aktienpreise günstige Veränderungen aufweisen, während die primäre Emission in denjenigen Bereichen oder bei denjenigen Unternehmen gemindert oder unterbrochen

⁹⁴ Rička, Ž.: *Tržište kapitala u zemljama u tranziciji*, Neum 2005, S. 193–233.

⁹⁵ Kowalski, T.: *Financial reform in emerging market economies*, Poznan university of economics, Poznan, 1997.

wird, deren Aktienpreise negativen Veränderungen unterliegen. Die sekundären Kapitalmärkte sind also eine sehr sensible Anzeige der Profitabilität und Effizienz der Ressourceverwendung in jedem Unternehmen und jedem Bereich, dessen Wertpapiere in diesem Markt gehandelt werden. Der sekundäre Kapitalmarkt ist derart sensibel, dass auf ihn nicht nur fundamentale Faktoren, wie Veränderungen der ökonomischen und finanziellen Position des Unternehmens oder der ganzen Ökonomie, wirken, es kann auch zum Einfluss der Teilnehmer auf die Kurse auf dem sekundären Kapitalmarkt kommen, die zeitweise von einem realen Niveau abweichen können.⁹⁶

Die dritte wichtige ökonomische Funktion des sekundären Kapitalmarktes besteht in der Bildung einer institutionellen Möglichkeit für eine finanzielle Umstrukturierung des Unternehmens in allen Tätigkeitsbereichen (Produktion, Umsatz, Finanzen). Es handelt sich darum, dass an der Börse gelistete Aktienunternehmen die Reorganisation eines Unternehmens mit Finanzschwierigkeiten vornehmen können. Anstelle der Liquidation derjenigen Unternehmen, die keine zufriedenstellenden Finanzresultate aufweisen, besteht nun eine institutionelle Möglichkeit, diese Unternehmen finanziell umzustrukturieren, oder es kommt zur Übernahme des Aktienkapitals durch andere Unternehmen. Dieser Prozess von Fusionen und Akquisitionen kommt in entwickelten Marktwirtschaften ständig vor. Über Fusionen und Akquisitionen werden ökonomisch stärkere Unternehmen gebildet, die größere Produktionskapazitäten, Vertriebsnetze sowie niedrigere Fixkosten pro Produktionseinheit haben, wodurch eine Effizienzsteigerung in der Wirtschaft erreicht wird.⁹⁷

Unternehmen, die schwache wirtschaftliche und finanzielle Resultate aufweisen, haben die Alternative, entweder den Betrieb zu liquidieren oder sich von einem stärkeren und effizienteren Konkurrenten übernehmen zu lassen. Im ersteren Fall kommt es zum Abverkauf der Aktiva, wobei die Kreditgeber die Liquidationsmasse proportional aufteilen und die Beschäftigten arbeitslos werden. Im zweiten Fall setzt das umorganisierte Unternehmen auf neuer Kapitalbasis und mit neuen Aktieninhabern seine Geschäftstätigkeit fort und setzt dabei ein bestimmtes Programm um, das sicherstellen soll, dass das Unternehmen in der Folgezeit zufriedenstellende

⁹⁶ Fabozzi, F. J. / Modigliani, F. / Ferri, M. G.: Foundations of financial markets and institutions, Prentice Hall International, New Jersey, 1994, S. 271.

⁹⁷ Autorengruppe: Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini- okvirni prilog za panel diskusiju na 13. Znanstveno-stručnoj konferenciji, Hrvatsko novčano tržište, 2006.

ökonomische und finanzielle Resultate erwirtschaftet, unter anderen auch eine entsprechende Dividende.⁹⁸

Die finanzielle Umorganisation des Unternehmens schafft nicht nur eine neue Inhaberstruktur, sie bringt normalerweise auch Veränderungen im Management mit sich, was auch eine ständige finanzielle Umstrukturierung der Wirtschaft und die Akquisition von fähigeren Führungskräften zur Folge hat. Letztendlich kommen eine bessere Struktur und eine bessere Produktionsqualität zustande, was, kombiniert mit adäquateren unternehmerischen Konzepten, neue Produkte und die Einschließung neuer Märkte durch preiswertere Waren und/oder Waren von besserer Güte, die auf in- und ausländischen Märkten vertrieben werden, zum Resultat haben soll. Man kann schlussfolgern, dass die Einführung des Kapitalmarktes einen besseren Informationsfluss und größere Transparenz in der Profitabilität einzelner Unternehmen und Branchen ermöglicht, aber auch eine bessere Allokation der Finanz- und letztenendes auch der realen Ressourcen bewirkt.

Das strukturelle Grundproblem in den Entwicklungsländern ist die Unterentwicklung des Kapitalmarktes. Die Kluft zwischen dem Bedarf und der Möglichkeit langfristiger Finanzierung in den Entwicklungsländern ist groß, sodass man zu dem Schluss gekommen ist, dass diese Kluft nicht nur durch die von entwickelten Ländern oder den Entwicklungsfonds gewährten Kredite überwunden werden kann, sondern dass die unterentwickelten Länder notwendigerweise auch auf die eigenen Finanzquellen zurückgreifen und sie rational nutzen müssen. Deshalb ist die Einführung eines Wertpapiermarktes die Voraussetzung für eine stabile Entwicklung. Die Entwicklung des Wertpapiermarktes soll neben einer allgemeinen wirtschaftlichen Verbesserung auch folgende Ziele erreichen:

- Höhere Spargeldeinlagen durch Schaffung neuer Investitionsmöglichkeiten für Sparer. Für die Sparer ist besonders interessant, dass ihre Investition vor Inflation oder vor Besteuerung der Kursgewinne geschützt ist (in Bosnien und Herzegowina werden Kursgewinne nicht besteuert). Wichtig zu erwähnen ist, dass diese Investitionen eine hohe Liquidität haben und Kapitagerinne ermöglichen.

⁹⁸ Grupa autora: Finansijska tržišta, Savez ekonomista Srbije, 1996, S. 155.

- Der Wertpapierhandel soll eine bessere Allokation der Mittel sichern. Ein effizienter Markt muss die Mittel jener Unternehmen allozieren, die die meisten Aussichten haben, hohe Profite zu erzielen. Das bedeutet auch, dass die Geschäftstätigkeit staatlicher Unternehmen zumindest so erfolgreich sein muss, wie die privater Unternehmen, um am Kapitalmarkt konkurrenzfähig zu sein.
- Das Ermöglichen einer langfristigen Beteiligungsfinanzierung der Unternehmen sichert eine bessere Kapitalstruktur und senkt den Bedarf nach Bankenkrediten.
- Aufgrund einer Erweiterung des Finanzsektors und des Angebotes von Finanzinstrumenten wird die monopolistische Stellung der Geschäftsbanken verringert. Wegen der zusätzlichen Konkurrenz kann der Wertpapiermarkt zu einer Kostenminderung im Finanzsektor führen.
- Durch ausländische Direktinvestitionen wird der Bedarf an ausländischen Kreditfinanzierungen verringert. Ohne Auslandskapital gibt es keine Entwicklung der Binnenwirtschaft; neben Kapital sind auch die anderen Begünstigungen, die solches Kapital mitbringt, wichtig, etwa die Einführung eines modernen Managements, Technologietransfer, Zutritt zum Gütermarkt usw..
- Möglich ist eine Erweiterung des Eigentums über Finanzierungs- und Realmittel auf breite Bevölkerungsschichten (Eigentumsdemokratie), womit indirekt eine Gleichstellung der Verteilung des Einkommens und eine Koalition für das liberale Marktsystem geschaffen wird.⁹⁹

4.7.2. Das Erbe und die Funktion des Finanzsystems in Bosnien-Herzegowina

Bei der Funktionserörterung des Finanzmarktes in Bosnien-Herzegowina soll an das Erbe des Finanzmarktes erinnert werden, damit man aufgrund eines Vergleiches mit der Funktion des Finanzmarktes in der vergangenen Zeit zu einer Schlussfolgerung

⁹⁹ Kowalski, T.: Financial reform in emerging market economies, Poznan university of economics, Poznan, 1997.

kommen kann, welchen Stellenwert und welche Wichtigkeit der Finanzmarkt, somit auch der Kapitalmarkt, in Bosnien-Herzegowina hat und welche Entwicklungsmöglichkeiten es für ihn gibt.

Fürsprecher des Finanzmarktes haben argumentiert, dass eine rationale Allokation der Finanzmittel nur durch funktionsfähige Mechanismen des Finanzmarktes gewährleistet werden kann. Dafür spricht auch die Tatsache, dass unser Wirtschaftssystem hauptsächlich von Bewegungsfreiheit und Vereinigung von Arbeit und Mitteln, von freiem Austausch von Waren und Dienstleistungen, und einem einheitlichen Währungssystem charakterisiert ist. In einem Finanzmarkt, in dem Autarkie, spekulative Kapitalflüsse und starke Kapitalströmungen nicht abgeschafft würden, könne eine reale Allokation der Finanzmittel nicht umgesetzt werden. Es wurde die Einführung von Finanzdisziplin und die Gewährleistung der vollen Liquidität gefordert. So würde die Entwicklung des Finanzmarktes die Finanzkraft der Unternehmen weiter stärken.

Im sozialistischen Jugoslawien gab es 1945–1965 ein zentralisiertes Finanz- und Bankensystem, das – gemäß dem damaligen Wiederaufbaubedarf – die Konzentration der Finanzressourcen sichern und sie planmäßig in strategisch wichtige Bereiche kanalisieren sollte. Für so organisierte Bankensysteme ist die Ermöglichung aller Geld-, Kredit- und Transaktionsfunktionen in einer bestimmten Bundesstelle – in Ex-Jugoslawien die jugoslawische Volksbank (*Narodna banka Jugoslavije*) – charakteristisch. In solch einer Organisation funktionierte das Bankensystem als Teil eines allgemeinen Entwicklungsplans der nationalen Wirtschaft und die Banken waren nur ein „ausführendes Organ“ des Staates. Da es keine unterschiedlichen Geld- und Kapitalmärkte gab, kam ausschließlich der Bankkredit zur Anwendung, wobei die zentralen Geld- und Kreditpläne des Staates beachtet wurden. Der Mangel dieses Finanz- und Bankensystems und seine Ineffizienz wurde besonders mit der immer schneller vorangehenden wirtschaftlichen Entwicklung des Staates ersichtlich. Als Folge davon hat sich die Wirtschaft immer stärker der Anwendung von Marktmechanismen zugewendet, weswegen der Bedarf an einer Reorganisation des Banken- und Finanzsystems immer mehr befürwortet wurde. Nach einigen Reformetappen kam es ab 1961 allmählich zu einer teilweisen Dezentralisierung der Bildung und des Vertriebs der gesellschaftlichen Akkumulation. Die Forderung

wurde immer lauter, dass die Kreditbedingungen verschärft und mehr Rationalität bei der Nutzung der Kreditressourcen in den Unternehmen gezeigt werden sollte.

Im Rahmen der allgemeinen Wirtschaftsreform und der Suche nach einer neuen Entwicklungsorientierung wurde in Jugoslawien im März 1965 auch das neue Gesetz über Banken und Kreditgeschäfte (*Zakon o bankama i kreditnom poslovanju*)¹⁰⁰ verabschiedet. Die Finanzreform beruhte auf der Dezentralisierung der staatlichen Finanzverwaltung, der Stärkung der Rolle des Marktes, der Erhöhung des Effizienzgrades der Wirtschaft, der Öffnung der Wirtschaft zur Welt und der Ausweitung der Exporte.¹⁰¹

Diese Veränderungen hatten Auswirkungen auch auf die Geschäftsstrategie der Banken. Die Banken sicherten sich im Wettbewerb einen Platz auf dem Markt. Sie konkurrierten um Depositen und plädierten für objektivere Kriterien der Kapitalverwendung. Trotz guter Ansätze wurde auf eine umfassende ökonomische Reform verzichtet, und damit auch auf eine Umorganisation des Bankwesens. Von allen positiven Richtlinien wurde der Trend einer Stärkung des Universalbankensystems sowie des Zusammenschlusses der Banken beibehalten.

Das Gesetz über assoziierte Arbeit (*Zakon o udruženom radu*, 1976)¹⁰² brachte einen neuen Abschnitt in der Transformation des Bankensystems. Man begann mit einer Kritik an der „Verselbständigung“ der Banken durch das Marktsystem. In weiterer Folge wurde das Bankensystem der Kontrolle der assoziierten Arbeit (die Art und Weise der Organisation von wirtschaftlichen Einheiten im Selbstverwaltungssystem Jugoslawiens) unterstellt. Das Resultat des zehnjährigen Funktionierens dieses Systems war eine Zerkleinerung und Desintegration der Banken. Das war eine logische Folge eines Systems, in welchem die Banken nur formale und technische Finanzorganisation und -behörden waren.

Die letzte Reform des Bankensystems in den 80er-Jahren im Rahmen der Sozialistischen Föderativen Republik Jugoslawien setzte sich einige wichtige Ziele: Verbesserung der Finanzdisziplin, Einschränkung des Einflusses gesellschaftlicher und politischer Gemeinschaften auf die Geschäftstätigkeit und Entscheidungsfindung

¹⁰⁰ Službeni list SFRJ, Nr. 65/85.

¹⁰¹ Jović, S.: *Bankarstvo*, Naučna knjiga, Beograd, 1990, S. 46.

¹⁰² Službeni list SFRJ, Nr. 53/1976.

in den Banken, stärkere regionale Einflussnahme der Banken und der Geschäftsaktivitäten zwischen ihnen. Die Umsetzungsstrategie der genannten Ziele bestand vor allem in einer betonten Verselbständigung und Autonomie der Banken, mit der versucht wurde, den Einfluss der Schuldner auf die Bankpolitik zu eliminieren. Die Supervisor-Rolle der National-bank wurde außerdem wesentlich gestärkt. Anstelle der vorherigen politischen Kriterien für die Kreditvergabe an staatliche Unternehmen, traten ökonomische und Finanzkriterien entscheidend.

Schon bei der Einführung des im Jahr 1965 gebildeten Banken- und Kreditsystems war der Finanzmarkt durch einen wirtschaftlich problematischen Aufbau von Kreditverhältnissen zwischen den Banken charakterisiert. Die Problematik spiegelte sich darin wider, dass es im Fall von Illiquidität von Banken zu gegenseitiger Kreditvergabe unter den Banken kam, wobei sich die illiquiden Banken selbst eine Bank suchten, die Mittel anlegen könnte. Mit solchen Kontakten wurden Banken Kunden bei anderen Banken, der Zinssatz entsprach sogar dem, der für normale Bankkunden galt. Als das Problem der Illiquidität und der Erschütterungen, die daraus resultierten, sich verschärfte, kam das Bedürfnis auf, frei verfügbare Mittel zu sammeln und zur Verfügung zu stellen. Diese Initiative wurde vor allem im Rahmen des Bankenverbandes unterstützt.

Bei Bedarf an Geldmitteln erschien der Bankenverband als Vermittler zwischen denjenigen, die Mittel anboten und denjenigen, die für die alltägliche Liquidität Mittel benötigten. Alle relevanten Kreditbedingungen wie Zinssätze, Kredithöhe und Rückzahlungsfristen wurden zwischen den miteinander ins Geschäft tretenden Banken vereinbart. Bis zur ersten Hälfte des Jahres 1967 hatten alle regionalen Bankenverbände derartige Geldmarktgeschäfte eingeführt. Doch 1968 kam es zur Aufhebung des so gebildeten „Geldmarktes“. Der Hauptgrund für dessen kurze Dauer und für die relativ wenig abgeschlossenen Geldvermittlungen liegt vor allem in der Tatsache, dass er nicht institutionell organisiert war.

Erst 1975 wurde eine selbständige Organisation unter dem Namen „Geldmarkt“ gegründet. Damit wurden Möglichkeiten für eine weitere Entwicklung unter dem stärkeren Einfluss der Banken und für die Stärkung ökonomischer Interessen eröffnet. Veränderungen im Finanzsystem führten im März 1977 zu einer neuen Transformation: Die Änderungen und Ergänzungen der Vereinbarung der selbstverwalteten

Behörden über den Geldmarkt (*Samoupravni sporazum o „Tržištu novca“*) wurden verabschiedet und es erfolgte eine Namensänderung in: Vereinigung der Geschäftsbanken – Geld- und Wertpapiermarkt (*Udruženje poslovnih banaka – Tržište novca i hartija od vrijednosti*). Mit diesen Änderungen wurden die Marktaktivitäten auch auf die Wertpapiere erweitert, womit Bedingungen geschaffen wurden, den Handel zwischen den Marktmitgliedern zu organisieren.¹⁰³ Mit der weiteren Geschäftsentwicklung erweiterte sich auch die Anzahl der Mitglieder und die Zusammenarbeit der Banken im Rahmen des Marktes, wobei die Anzahl der Mitglieder in den 80er-Jahren auf ca. 150 Banken anwuchs. Der Markt wurde praktisch eine Organisation des gesamten Bankwesens Jugoslawiens. Daher bekam er 1981 einen neuen Namen: Jugoslawischer Geld- und Wertpapiermarkt (*Jugoslovensko tržište novca i hartija od vrijednosti*).

Nach all den Problemen auf dem Finanzmarkt (hohe Inflation, Inliquidität, finanzielle Disziplinlosigkeit) verlor der Jugoslawische Geld- und Wertpapiermarkt jene grundlegenden Attribute, derentwegen er gegründet worden war. Die Nachfrage der Banken nach mehr Geld war praktisch höher als das Angebot. Ihr konnte jedoch nicht nachgekommen werden, was im Endeffekt zu einer Stilllegung der Unternehmens-tätigkeiten mancher Unternehmen führte.

Ende 1989 entstand der Geld- und Kapitalmarkt (*Tržište novca i tržište kapitala*). Zum ersten Mal sollte eine gesetzlich festgelegte Form und der Mechanismus eines Geld- und Kapitalmarktes die Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzmarktes sichern und die Umsetzung des Wertpapiergesetzes (*Zakon o vrijednosnim papirima*)¹⁰⁴ gewährleisten.

Mit dem Gesetz über den Geld- und Wertpapiermarkt (*Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala*)¹⁰⁵ wurde der Status dieser Behörde institutionell ebenso geregelt wie die Vermittlungsweise beim Geld- und Wertpapierverkehr. Banken und andere Finanzorganisationen gründeten einen Markt mit dem Ziel, das Angebot und die Nachfrage nach Geld und Wertpapieren zu regulieren.

¹⁰³ Gesetz über den Geld- und Wertpapiermarkt (*Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala*), Službeni list SFRJ, Nr. 64/89.

¹⁰⁴ Službeni list SFRJ, Nr. 64/89 und 29/90.

¹⁰⁵ Službeni list SFRJ, Nr. 64/89.

4.7.3. Geerbter Kapitalmarkt

Die Haupt-Finanzierungsquelle der Reproduktion ist Geldakkumulation oder Spargeld, das aus der Umverteilung des nationalen Einkommens entsteht. Da diese Quelle dem aufgeschobenen Verbrauch entspricht, stellt die Optimierung des Verhältnisses von Verbrauch und Sparen die Grundlage für wirtschaftliche Entwicklung dar. Wenn die Sparmittel niedriger sind als die Investitionen, tritt eine Finanzierungslücke auf, die entweder durch Kapitalimport oder Geldvergebung ersetzt wird. Das Problem liegt darin, dass die Mehrheit der Sparmittel nicht am Kapitalmarkt angelegt wird, sondern dass sie zum Teil thesauriert, zum anderen Teil den Banken zur Verfügung gestellt werden.¹⁰⁶

Je nachdem, wie der Finanzmarkt und die Finanzinstrumente entwickelt sind, kommt ein größerer oder kleinerer Teil aus dieser Sparform zu interessierten Unternehmern. Man muss daher die qualitative und die quantitative Seite des Finanzsystems betrachten. Die quantitative Seite spiegelt sich in der Allokation von Spargeldern wider, die in profitbringende Investitionen angelegt werden. Die qualitative Seite des Finanzsystems kommt in der Qualität der Instrumente, Mechanismen und Behörden, die die Reallokation der Akkumulation sichern, zum Ausdruck. Wenn das Wirtschaftssystem nicht imstande ist, die notwendige Akkumulationsmenge für die Entwicklung zu sichern, stehen ihm zwei Optionen zur Verfügung:

1. Die importierte Akkumulation, die kurzfristig positive Effekte ergeben kann, verschlechtert gleichzeitig die Zahlungs- und Bilanzposition des Landes, weil die zusätzlich Kreditzinsen zurückgezahlt werden müssen, was langfristig Abhängigkeiten schafft und außerdem die wirtschaftliche Stabilität erschwert.
2. Geldschöpfung kann, wenn sie nicht gut geplant ist, langfristig ein Ungleichgewicht herbeiführen und die zukünftige Entwicklung des Landes bremsen.

Ein ganz wesentlicher Indikator für das Finanzpotential der Wirtschaft ist die Beteiligung der Finanzmittel am Nationalprodukt. Das gesamte erwirtschaftete

¹⁰⁶ Mullineux, A.: Financial reform in Central and Eastern Europe, N.S.Publishers, Commack, 1998.

Kapital aller Wirtschaftsbereiche wird über die Finanzinstitutionen und -instrumente in die finanzielle Reproduktion übertragen, und zwar durch direkte Kreditierung, fiskale Mechanismen, Bankenmechanismen, Finanzmarkt oder Selbstfinanzierung.¹⁰⁷

Die Tatsache, dass der Kapitalmarkt in Bosnien-Herzegowina geschichtlich auf dem Bankkredit beruhte, hat die Entwicklung des Kapitalmarktes bestimmt. Unter diesen Bedingungen hatten die Banken eine dominierende Vermittlerrolle bei der Transformation der Spargelder. Alle Geldquellen, die den Banken zur Verfügung standen, sollten auf verschiedene Weise rentabel investiert werden, wobei ein Teil der Geldquellen auch auf dem Kapitalmarkt angeboten werden sollte, was eine wesentliche Voraussetzung seiner Entwicklung ist.

In der Zeit des jugoslawischen Bankwesens gab es eine unübliche Geldquellenstruktur der Geschäftsbanken. Nichtdepositenquellen (Geldmittel aus Refinanzierungslinien) machte fast 50% des gesamten Finanzpotentials aus. Das Zentrum der Nichtdepositen-Finanzierung war die Nationalbank. Dies hat sich, obwohl wirtschaftlich gut organisiert, langfristig negativ auf die Kapitalmarktbildung ausgewirkt, da andere Finanzierungsalternativen überhaupt nicht notwendig waren.

Der zweite Grund für das geringe Potential an Spareinlagen bei den Banken lag in einer schwachen Akkumulationsfähigkeit der Wirtschaft. Darüber hinaus bewirkten die hohe Investitionsrate und der sinkende Zinssatz eine weitere Verminderung der Depositpotentiale und übte einen immer größeren Druck auf die Kredite aus. In dieser ganzen Zeit wurden die Marktmechanismen der Kapitalbeschaffung fast gänzlich vernachlässigt. Die Grundlage bildeten wenige kurz- und langfristiger Wertpapiere, die sehr schnell unter dem Einfluss der Inflation real schrumpften.

Für Bosnien-Herzegowina sowie für die anderen Republiken und autonomen Gebiete gab es bis zur Verabschiedung des Gesetzes über den Geld- und Kapitalmarkt¹⁰⁸ keine institutionelle Form eines Kapitalmarktes. Der Gründungszweck eines besonderen Kapitalmarktes bestand in der Sicherung des Angebotes und der Nachfrage, sowie mittel- und langfristiger Mittel und Wertpapiere an einer Stelle. Obwohl mittel- und langfristige Mittel auf diesem Markt erschienen, wurden sie in dieser fristbestimmten Struktur nicht besonders ausgewiesen, sondern in voller Höhe

¹⁰⁷ EBRD, Transition report 1998.g., S. 93–103.

¹⁰⁸ Službeni list SFRJ, Nr. 64/89.

als langfristig behandelt. Im Markt für langfristige Mittel war die Nachfrage ständig größer als das Angebot, sodass Kapitaleigentümer nicht motiviert waren ihre Geldmittel zu investieren.

In der administrativen Verwaltungsperiode wurde der Bedarf an Kapital durch Vermittlung des Staates befriedigt. Das einzige Subjekt der Bildung und Verwendung von Kapital war der Staat, und dieser Rolle des Staates waren alle institutionellen Mechanismen, Instrumente und Mittel angepasst. Dieses Akkumulationssystem bildete das Zentrum des zentralistischen Systems der Planwirtschaft, das auf Staats-
eigentum über Produktionsmittel beruhte. Finanzierungsquellen waren die Umsatzsteuer, planmäßige Gewinnerzielung sowie progressive Lohnsteuer. Die mittelbare Quelle war die administrative Geldentwertung der Produktpreise und Dienstleistungen in der Landwirtschaft in Relation zu den Preisen und Dienstleistungen in der Industrie. Die Mittelverwendung war geregelt und erfolgte über die Haushaltsebenen, von der staatlichen bis zur kommunalen Ebene. Obwohl solch ein System in der Phase des Wiederaufbaus nach dem Krieg seine Vorteile hatte, kamen doch sehr schnell seine Nachteile zum Vorschein: Übermacht politischer über ökonomischer Interessen und Indifferenz gegenüber der Effizienz von Investitionen.

Von 1952 bis 1964 wurde versucht, diese Mängel zu beseitigen, sodass neben dem Staat auch Unternehmen, Banken und die Bevölkerung als wirtschaftliche Entscheidungsträger eintraten. Die Akkumulationsmittel liefen größtenteils in den Investitionsfonds zusammen und weniger in den Staatshaushalt. Akkumulationsquellen waren der Zins auf die Geschäftsfonds, Abgaben aus den Löhnen, Einkommenssteuer sowie der Zins auf Fondsmittel.

Obwohl positive Resultate erzielt wurden, die sich in den 60er-Jahren in hohen Wachstumsraten zeigten, ging man ab 1965 auf das neue Akkumulationssystem über, welches durch die Wirtschaftsreform eingeführt wurde. Charakteristisch für diese Zeit war eine radikale Verminderung der Rolle des Staates und eine bevorzugte Behandlung der Unternehmen bei der Akkumulationsbildung. Neben der Dominanz in der Akkumulationsbildung fiel den Unternehmen und Banken eine dominierende Rolle bei der Nutzung der Akkumulationsquellen zu. Mit verminderten Pflichten gegenüber dem Staat und niedrigeren Abgaben erhielten die Unternehmen Selbständigkeit bei der Einkommensteilung und die Möglichkeit, auf markt-

wirtschaftlicher Grundlage über die erwirtschaftete Akkumulation zu verfügen. Die Banken, bei denen die verfügbaren Mittel der Bevölkerung lagen, gewannen an Wichtigkeit, da sie daraus die Finanzierungsquellen für Kapitalanlagen aufstockten.

Nach 1974 wurde ein neues System der gesellschaftlichen Absprache bei der Akkumulationsbildung verwendet, d. h. dass das Management in den Unternehmen größere Entscheidungsfreiheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Unternehmensverwaltung und -führung bekam, was eine Loslösung von politischer Einflussnahme bedeutete. Die Geldakkumulation entstand aus der Vereinigung von Arbeit und Produktionsmitteln der Arbeitsorganisationen. Solch eine Institutionalisierung der Arbeits- und Produktionsmittelassoziierung sollte nicht nur die grundlegende Form der Geldakkumulation sein, sondern auch der Antrieb, der die Dominanz der Selbstfinanzierung wirtschaftlicher Investitionen im weiteren und engeren Sinne sichern sollte.

4.7.4. Institutionelle Form des Kapitalmarktes

Die Urheber der Bank- und Kapitalmarktreform standen vor der grundlegenden Frage: Welches Organisations- und Regulierungsmodell des Kapitalmarktes sollen wir auswählen? Grundlegende Unterschiede zwischen den institutionellen Modellen ergaben sich aus der Frage, ob mit der Regulierung und Aufsicht über den Kapitalmarkt eine besondere Institution oder das zuständige Banksaufsichtsorgan beauftragt werden sollte. Die Befürworter der These von zwei getrennten Regulierungs- und Aufsichtssystemen bedienten sich des Arguments, dass sich die Wertpapieranlagen von den Bankaktivitäten dermaßen unterschieden. Im Unterschied zum Bankensektor, der sich um die Minimierung der Risiken bemühe, sei es das Ziel der Kapitalmarktüberwachung, einen gerechten und transparenten Rahmen für die Risikoübernahme zu schaffen.¹⁰⁹

Staaten, in denen diese zwei Systeme getrennt sind, vertreten die These, die Banken seien Institutionen, deren Hauptaufgabe darin bestehe, den Währungsumlauf und die Umsetzung der staatlichen Währungspolitik zu ermöglichen. Außerdem würden die

¹⁰⁹ Papuga, M. / Orsag, S. / Adrović, Z. / Mikec, A.: *Uvod u finansijsko tržište i tržište vrijednosnih papira*, Zagrebačka poslovna škola, 1990, S. 32.

Einlagen durch die Regierungen, bzw. die unabhängigen Regierungsagenturen versichert, sodass diese auch einen Teil der Verantwortung für die Verpflichtungen aus dem Bankensektor übernehmen. Auf der anderen Seite entschieden die Investoren beim Wertpapierhandel nach eigenem Willen und übernehmen selbst das Entscheidungsrisiko. Das Regulierungsorgan sei nur verpflichtet, einen kontinuierlichen und sicheren Informationsfluss zu einem potentiellen Investor zu ermöglichen. Ein zusätzliches Argument für die Trennung der zwei Regulierungssysteme ist die Gefahr, dass Banken – die ein Depot- und Kreditverhältnis mit ihren Kunden haben – in Versuchung geraten könnten, wichtige Informationen zu verheimlichen, um sich selbst beim Wertpapierhandel auf ihre Rechnung einen Wettbewerbsvorteil zu ermöglichen. In den meisten Staaten, in denen dieses System Anwendung findet, herrscht die Meinung vor, dass durch die Trennung des Bankwesens und des Wertpapierhandels, bzw. durch eine verstärkte Konkurrenz der Finanzinstitutionen die Effizienz des Kapitalmarktes erhöht wird.¹¹⁰

Neue Trends bringen aber die beiden Konzepte immer näher aneinander, sodass die Dienstleistungen aus dem Bereich des Wertpapierhandels immer mehr in die Banken inkorporiert werden und umgekehrt.

Die einzelnen Staaten unterscheiden sich teilweise im Ansatz voneinander. In der Gesetzgebung Deutschlands und Österreichs ist der Besitz einer Banklizenz die Voraussetzung für die Arbeit mit Wertpapieren. Die zweite Gruppe sind Staaten, die es bestimmten Finanzorganisationen, die nicht den Status einer Bank haben, erlauben, Geschäfte mit Wertpapieren durchzuführen. In beiden Gruppen ist man sich im Klaren darüber, dass eine sehr strenge Aufsicht über die Banken und deren Investitionsaktivitäten erforderlich ist. In den meisten Staaten mit einem entwickelten universalen Bankensystem wird die Anforderung, dass Banken ein bestimmtes Grundkapital für kommerzielle Aufgaben besitzen müssen, durch eine andere Anforderung ergänzt, derzufolge ein zusätzliches, dem Umfang der Investitionsaktivitäten entsprechendes Kapital erforderlich ist.¹¹¹

¹¹⁰ Phare: Assistance for economic restructuring in the countries of Central and Eastern Europe, Commission of the European communities, Brussels, 1992.

¹¹¹ Papuga, M. / Orsag, S. / Adrović, Z. / Mikec, A.: *Uvod u finansijsko tržište i tržište vrijednosnih papira*, Zagrebačka poslovna škola, 1990, S. 38.

Neben dem Universalbanken- und dem Trennbankensystem, gibt es auch ein gemischtes Modell. Es schreibt vor, dass die Makleraktivitäten auf Sekundärmärkten (Brokerarbeit, Handel, Arbitrage) von anderen Investitions-, bzw. auf den Wertpapierhandel bezogenen Funktionen getrennt werden müssen. In solchen Systemen können die Banken die Aufträge der Kunden annehmen, können diese aber nur durch unabhängige Vermittler (Broker) auf den Markt bringen. Ausschließlich lizenzierte Broker haben gesetzlich das Recht, den Handel an einer registrierten Börse zu verrichten. Obwohl auch dieses Modell die Investoren schützen soll, besteht doch die Gefahr der Begünstigung von Personen, die durch Informationen über die Situation des Emittenten oder der Transaktion in eine bessere Lage gebracht werden. Die Befürworter dieses Modells glauben, dass die Anwesenheit von Banken in diesen Geschäften das Risiko vor Handelsmanipulationen erhöhen würde, wenn man den Umfang und die Art der ihnen zugänglichen Informationen über Emittenten berücksichtigt. Daneben glauben die Regierungen dieser Staaten, dass eine Beteiligung von Banken das Interesse an bestimmten Wertpapieren durch die Schaffung von Angebot und Nachfrage erhöhen und anregen würde. Die Vermittler, die in Vertretung interessierter Akteure auf der Börse auftreten, sind öfter individuell organisiert und treten seltener als Korporationen auf.¹¹²

So, wie sich im Verhältnis zwischen dem Bankensystem und dem Wertpapiermarkt, bzw. hinsichtlich der Rolle der Banken in Wertpapiergeschäften unterschiedliche Ansätze herauskristallisiert haben, sind auch unterschiedliche Börsentypen entstanden. Die Handelspraxis an den Börsen brachte im Bezug auf die Organisationsform zwei grundlegende Börsentypen hervor: den angelsächsischen und den kontinentalen.¹¹³

Der angelsächsische Börsentyp ist auf Aktienkapital, starke Aktionäre, offene Kapitalmärkte und lockere Beziehungen zu Banken angewiesen. Der Staat regelt die Geschäfte durch Vorschriften und oft auch durch besondere staatliche Agenturen. Die Geschäfte an der Börse beruhen auf einem „Selbstregulierungsprinzip“, bei dem eine ganze Reihe von etablierten Regelungen und Verfahren einzuhalten sind.¹¹⁴

¹¹² Das gemischte System beim Handel mit Wertpapieren wird in Belgien, Portugal, Spanien und der Türkei unterstützt. Ibid, S. 42.

¹¹³ Božić, N.: Tržište kapitala – dugoročne hartije od vrednosti, ITGP Prometej, Beograd, 1994.

¹¹⁴ Veselinovič, D.: Borzni priročnik, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1995.

Der kontinentale Börsentyp beruht auf einer starken Beziehung zwischen Banken und Firmen; solche Börsen werden von staatlichen Handelskammern gegründet und haben den Status öffentlicher Institutionen. Die Mitarbeiter der Börse werden von den staatlichen Handelskammern bezahlt.¹¹⁵ Dieser Börsentyp entstand in der Tradition eines schwächer entwickelten Aktienmarktes und der Neigung der Bevölkerung, Wertpapiere – vor allem Staatsanleihen mit einer festen Rendite – an Bankschaltern zu kaufen. In diesem Modell sind die Banken von der Börse ausgeschlossen, bleiben aber doch die Hauptfinanziers für die Industrie und andere Kunden.

Im Laufe der Zeit hat sich gezeigt, dass bestimmte Börsentypen bestimmte Segmente ausschließen. So werden beim angelsächsischen Börsentyp, obwohl solche Börsen besser entwickelt und spezialisiert sind, kleine Investoren vernachlässigt. An diesen Börsen dominieren große Aktionäre. Auf der anderen Seite räumt der kontinentale Börsentyp den Banken eine dominante Stelle ein und empfiehlt so indirekt den kleinen Investoren, in Sparguthaben und Wertpapiere mit einer festen Rendite zu investieren. Auf diese Weise ist der Handel mit Wertpapieren, die eine feste Rendite haben, und mit Anleihen – insbesondere mit staatlichen – viel ausgeprägter, während der Aktienhandel vernachlässigt wird. Obwohl immer noch zwei sehr unterschiedliche Typen der Börsenorganisation präsent sind, gibt es immer mehr Hinweise auf eine Verflechtung und Verschmelzung der beiden Typen. Kontinentale Börsen beginnen langsam angelsächsische Elemente aufzunehmen, während angelsächsische wiederum bestimmte kontinentale Elemente übernehmen. Mit der Globalisierung und Internationalisierung von Finanz- und Wertpapiermärkten können wir eine weitere Abstimmung und eine noch höhere Übereinstimmung aller Differenzierungselemente erwarten. Auf dieser Schiene arbeitet auch der Internationale Verband der Wertpapierbörsen (FIBV).¹¹⁶

In den entwickelten Staaten ist ein Trend sichtbar: nämlich die Suche nach einer optimalen Organisationsform, welche die positiven Elemente sowohl des kontinentalen als auch des angelsächsischen Börsenmodells beinhalten soll. Angelehnt an diesen Ansatz müssen in den Transformationsländern – also auch in Bosnien-Herzegowina – Lösungen gesucht werden, die der jeweiligen Lage und der

¹¹⁵ Auch bei dem unterschiedlichen Organisationsansatz wird der Mischtyp von Belgien, Spanien, Portugal, Italien und der Schweiz angewendet. Veslinovič, D.: *Borzni priročnik*, in: *Gospodarski glasnik*, Ljubljana, 1995, S. 89.

¹¹⁶ EBRD, Transition report 2006, S. 43–53.

gewünschten Entwicklung entsprechen sowie gute Elemente der beiden Modelle beinhalten. Auch wenn mit den üblichen Problemen der Transformationsländer konfrontiert, befindet sich Bosnien-Herzegowina doch in einer etwas besseren Lage. Die vorangegangenen Erfahrungen der Transformationsländer – sowohl positive als auch negative – haben es doch ermöglicht, das neue Konzept im Bankensystem und im Kapitalmarkt rascher zu etablieren.

Ein wichtiges Merkmal aller erfolgreichen Wertpapiermärkte ist ein hohes Niveau bei der Einhaltung von Standards, nach denen die Märkte zu funktionieren haben. Die Übereinstimmung mit diesen Standards ist ein Schlüssel dafür, dass die Investoren den Wertpapiermarkt als sicheren Ort erkennen, um Wertpapiere zu (ver)kaufen. Um den Erwartungen der Beteiligten am Kapitalmarkt gerecht zu werden, müssen folgende Ziele erreicht werden:

Ein starkes unabhängiges Regulierungsorgan: Die meisten Investoren werden nur in solchen Ländern investieren, in denen ein starkes Organ zur Regulierung des Wertpapiermarktes garantiert, dass die Rechte von Aktionären, die Unternehmensführung und -kontrolle, das Eigentumsrecht sowie Verträge und Gesetze geschützt sind und nur durch die bekannten Verfahren geändert werden können. In allen Ländern mit einem entwickelten Wertpapiermarkt gibt es ein Organ (Wertpapierkommission), das den Wertpapiermarkt regelt und verwaltet.

Die Wertpapierkommission soll vor allem drei wichtige Funktionen ausüben:

Festlegung der Vorschriften: Die Wertpapierkommission bestimmt detailliert Vorschriften und Verfahren, welche die Informationen regeln, die an die Öffentlichkeit und die Investoren gehen und sich auf die Wertpapiere verkaufenden Firmen beziehen (einschließlich der Finanzinformationen). Die Kommission soll auch die Austausch- und Aufsichtsprozesse des Handels regeln. Die Vorschriften sollen die Öffentlichkeit informieren, eventuellen Betrug oder andere unfaire und ungerechte Verfahren aufdecken sowie die Integrität des Wertpapiermarktes wahren. Die Wertpapierkommission erteilt Lizenzen und Bescheinigungen an alle professionellen Personen, die mit Wertpapieren handeln können, einschließlich an jene, die Wertpapiere verkaufen oder für die Emittenten der Wertpapiere (Juristen und Buchhalter) arbeiten.

Kontrolle der Aktivitäten: Die Aktivitäten von Personen und Firmen, die sich am Wertpapiermarkt beteiligen, werden kontrolliert, um die Einhaltung der von Wertpapierkommission und Börse erlassenen Regelungen und Verfahren zu gewährleisten. Die meisten Börsen in den Ländern mit einer langen Geschichte und Erfahrung mit Kapitalmärkten arbeiten wie ein stark unabhängiger Regulator. Wenn die Wertpapierkommission die Aktivitäten dieser Personen und Firmen (Fonds, Brokerhäuser, Aktiengesellschaften, staatlich lizenzierte Investmentberater und Broker) nicht kontrollieren würde, könnten sie die erlassenen Regelungen einfacher brechen und missachten.¹¹⁷

Damit die Kommission die Befugnisse und Aufgaben, die sich auf den Schutz von Investoren beziehen, wahrnehmen kann, sollte die Form des Schutzes im Gesetz über die Wertpapierkommission präzise definiert werden. Da eventuelle Schadensersatzansprüche mit Hilfe gerichtlicher Verfahren durchgesetzt werden müssen, wäre es nützlich, die Kommission zu ermächtigen, zivilrechtliche Prozesse gegen all jene Akteure einzuleiten, die durch ihre Geschäfte den Wertpapierhändlern Schaden zufügen. Hier würde die Kommission in einem möglichen Rechtsstreit die Rolle der geschädigten Partei einnehmen, und nach der Verwirklichung des Schadensersatzanspruches würde sie dem Geschädigten den entsprechenden Geldbetrag auszahlen. Die Übernahme dieser Rolle würde eine hohe Expertise im Verfahren ermöglichen und vorbeugend wirken.

Umsetzung von Vorschriften: Um effizient zu sein, muss die Wertpapierkommission imstande sein, die Vorschriften wirksam umzusetzen und Sanktionen gegen die Personen und Firmen zu verhängen, die ihre Vorschriften nicht einhalten. Darunter sind zu verstehen: Firmen, die Wertpapiere emittieren, ermächtigte Professionelle, die diese Firmen beraten und Personen, die Transaktionen mit Wertpapieren finanzieren oder Wertpapiere verkaufen. Die vorhin genannten Sanktionen schließen konkret auch Geldbußen mit ein sowie die Rückgabe von gesetzwidrig erworbenem Geld, Strafen und Suspendierungen oder den Widerruf des Rechtes, sich an Wertpapiertransaktionen zu beteiligen.

In der ganzen Welt werden den Regulierungsorganen all die Befugnisse und Mittel gegeben, die für eine wirksame Umsetzung der Vorschriften erforderlich sind. Das

¹¹⁷ Vasiljević, B.: Osnovi finansijskog tržišta, Diamond Hard, Beograd, 1997.

umfasst auch die Ermächtigung, eine Zeugenaussage oder Einsicht in bestimmte Unterlagen zu beantragen. Wenn die Wertpapierkommission nicht in der Lage wäre, die eigenen Vorschriften umzusetzen, würde dies die Personen und Firmen ermutigen, gegen die Vorschriften zu verstoßen, denn die Strafe wäre niedriger als das Geld, das sie durch diese Verstöße verdienen könnten.

Integrität des Marktes: Auf dem Wertpapiermarkt, der sich durch seine Integrität auszeichnet, werden Angebot und Nachfrage in den Preisen der Wertpapiere reflektiert. Die Preise der Wertpapiere sind für alle Beteiligten auf dem Markt gleich transparent und ein gesetzeswidriger Handel mit Aktien ist streng untersagt. Die grundlegende Regel eines erfolgreichen Wertpapiermarktes besteht darin, dass alle Käufer von Wertpapieren dieselbe Information über die Firma, die diese Wertpapiere emittiert hat, bekommen können. Damit wird gewährleistet und garantiert, dass kein Käufer bevorzugt wird.

Effiziente Marktoperationen: Ein effizient funktionierender Markt hat das Ziel, ein gesundes Handelssystem zu etablieren, korrekte und zuverlässige Auszahlungsmechanismen sowie ein zuverlässiges Aktienregister und Registrierungssystem zu haben, das aufzeigt, welche Aktien im Eigentum von welchen Personen und Firmen sind.

Ein zuverlässiges Zahlungssystem überzeugt Investoren, dass alle Transaktionen, die sie vereinbaren, tatsächlich getätigt werden. Mit anderen Worten: die Wertpapiere werden auf den Namen des Käufers eingetragen, und der Verkäufer wird das Geld bekommen. Von einem Investor wird nicht erwartet Wertpapiere zu kaufen und das Geld an den Makler zu senden, außer wenn er sicher ist, dass er die Wertpapiere in einer vernünftigen, vorhin bestimmten Frist erhalten wird. Die Investoren werden einem Verkauf der Wertpapiere nicht zustimmen, außer wenn sie wissen, dass sie rechtzeitig bezahlt werden. Ein zuverlässiges Registrierungs- und Bewahrungssystem überzeugt die Investoren, dass die Aufzeichnungen über Eigentum korrekt geführt werden. Dies bietet Sicherheit, dass die Wertpapiere weder verloren gehen werden noch das Eigentum in Frage gestellt wird. Ebenso werden die Investoren aufgrund der

Informationen aus dem Wertpapierregister wissen, wer die Firma kontrolliert, noch bevor sie deren Wertpapiere kaufen.¹¹⁸

Finanzielle Integrität: Die finanzielle Integrität fordert einen institutionalisierten Schutz der Kundenmittel auf den Konten und der Mittel, für die garantiert wird, dass sie nach dem Handel ausgezahlt werden. Auf dem Wertpapiermarkt, der sich durch finanzielle Integrität auszeichnet, ist das Risiko, dass das Finanzsystem nicht korrekt funktionieren wird, sehr reduziert, weil die Firmen, die sich an Transaktionen von Wertpapieren beteiligen, der Forderung nachkommen müssen, ein Minimalkapital (Mindestanforderung am Kapital) zu haben; das Risiko wird zusätzlich noch durch ein zuverlässiges Zahlungssystem minimiert.

Kundenschutz: Ein wichtiges Merkmal von erfolgreichen Wertpapiermärkten ist auch ein entsprechendes Paket von Gesetzen und Prozeduren, die die Kunden vor Fahrlässigkeit und Betrug schützen. Darunter versteht man auch die Verfahren zur Aufdeckung und Vorbeugung von Betrügereien, sowie ein objektives und wirksames System, den Investoren zu helfen, ihr Geld zurückzubekommen, wenn sie es wegen der Nichteinhaltung von Vorschriften der Wertpapierkommission verloren haben.

Um einen möglichst qualitätsvollen Schutz der Investoren zu gewährleisten, wäre es gut, eine Klausel einzubauen, die ermöglichen würde, Immobilien zu verpfänden oder eine Bankgarantie für die Auszahlung des Betrages und der Zinsen bei der Emission von Wertpapieren mit einem festen Ertrag zu geben. Auf diese Weise würde man die Attraktivität dieser Art der Wertpapiere sowie deren Bonität erhöhen. Die zusätzliche Qualität würde auch die Entwicklung dieses Marktsegmentes begünstigen.¹¹⁹

Markt- und Verfahrensgerechtigkeit: Ein erfolgreicher Wertpapiermarkt wird mit Regeln und Gesetzen geregelt, die allen Marktbeteiligten bekannt sind. Die Regeln und Gesetze müssen gerecht und wirksam sein, sie dürfen keine zusätzlichen Kosten verursachen oder die Investoren entmutigen. Die Vorschriften müssen für alle Marktbeteiligten fair umgesetzt werden, sodass die Investoren den Eindruck bekommen, dass das System gerecht ist. Dies bezieht sich auf Regelungen zum Handel, zu Aufzeichnungen und Verzeichnissen, zu Standards zur An- und Abmeldung in die

¹¹⁸ Hanžeković, M.: Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990.

¹¹⁹ Čolanović, D.: Zbornik: Emisija hartija od vrednosti u funkciji razvoja, Ekonomski institut Beograd, 1989.g. str.45.-48.

Verkaufsliste der Börse, Buchhaltungsregelungen, Verfahren zur Umsetzung und Sanktionen. Sie werden normalerweise von der Börse oder Wertpapierkommission veröffentlicht.

Veröffentlichung: Ein sehr wichtiges Merkmal erfolgreicher Wertpapiermärkte ist eine vollständige Veröffentlichung aller Informationen, die für die Entscheidungen der Investoren von Nutzen sein können. Die Erkenntnis, dass eine vollständige Veröffentlichung erforderlich ist, beruht auf zwei Prinzipien: 1) der Markt funktioniert nur dann gut, wenn alle Marktbeteiligten gut informiert sind und 2) der Markt funktioniert nur dann gut, wenn die Marktbeteiligten die Gelegenheit haben, ihre eigenen Entscheidungen darüber zu treffen, was sie (ver)kaufen wollen und zu welchem Preis.

International anerkannte Standards für die Rechnungslegung und Prüfung: Eine erfolgreiche vollständige Veröffentlichung basiert auf der Anwendung von international anerkannten Verfahren und Prozedere für die Rechnungslegung und Prüfung. Durch die Verabschiedung dieser Standards in einem bestimmten Land, bekommen die ausländischen und einheimischen Investoren die Gelegenheit, die Umstände und Bedingungen für die Anlagen in unterschiedlichen Ländern zu vergleichen. Es ist ebenfalls notwendig, dass die Wertpapiermärkte auf den neu entstandenen Märkten qualifizierte Buchhalter einstellen, welche die Standards der Rechnungslegung kennen.

Eine faire und konkurrenzgerechte Bildung der Preise für Wertpapierhandelsdienstleistungen: Ein erfolgreicher Wertpapiermarkt hat eine entsprechende Anzahl von Marktakteuren, welche die gleichen Dienstleistungen anbieten und miteinander im Wettbewerb stehen. Die Gebühren und Provisionen spiegeln den Preis der Dienstleistung, aber auch Angebot und Nachfrage wider. Investoren müssen bei Wertpapiertransaktionen eine Gebühr an die Fachleute zahlen, die die Transaktionen durchführen.

Produktauswahl: Gut entwickelte Wertpapiermärkte bieten eine große Auswahl an Wertpapieren an; dies erkennt man an einer entsprechenden Anzahl von Anmeldungen auf der Verkaufsliste der Börse sowie an unterschiedlichen Produkten wie Aktien, Garantien, Optionen und anderen Wertpapieren. Gut entwickelte

Wertpapiermärkte erlauben es Investoren, ein Wertpapier zu verkaufen, über das sie im Moment des Verkaufs nicht verfügen, also einen Wertpapierkauf durchzuführen, der auf einer Zahlungsgarantie basiert.

Breite Marktbasis: Auf liquiden Kapitalmärkten wird mit vielen Wertpapieren gehandelt. Statt sich beim Handel auf die meist liquiden Wertpapiere (Blue chips) zu konzentrieren, werden die gesamte Kapitalisierung und der Umfang des Handels einer großen Anzahl von Wertpapieren zugeschrieben.

Investitionsfreiheit: Vorschriften begrenzen die Anzahl von Investoren. Ausländische Investoren müssen einen freien Zugang zum einheimischen Markt haben, aber auch die Möglichkeit, den einheimischen Markt zu verlassen, wobei dieselben Vorschriften wie bei einheimischen Investoren angewendet werden sollen.

Die Ergebnisse einzelner Transformationsländer sind unterschiedlich, aber in den meisten Fällen ist ein Fortschritt sichtbar. Sichtbar sind ebenfalls die Bemühungen, das Bankensystem und die Kapitalmärkte zu verbessern. Der Mangel an kompetentem Personal, an guter Supervision (Aufsicht) und Schwierigkeiten in einer prompten Beseitigung der funktionalen Störungen, wenn es dazu kommt, haben sich als der stärkste Beschränkungsfaktor erwiesen.¹²⁰

4.7.5. Aufbau des Kapitalmarktes in Bosnien-Herzegowina

Die Lösung der Eigentumsfragen und die private Initiative haben die Etablierung neuer Beziehungen auf dem Kapitalmarkt ermöglicht. Die Wirtschaft, die jahrelang auf die Kreditvergabe und den Bankenapparat angewiesen war, kann zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten nur in den Mitteln der Bevölkerung finden, die in den Banken akkumuliert sind.¹²¹ Es gibt eine Reihe von Gesetzen und Vorschriften, die die Einführung von Wertpapieren auf den Markt ermöglicht haben. Das sind vor allem das Unternehmensgesetz (*Zakon o preduzećima*)¹²², das Wertpapiergesetz

¹²⁰ Ristić, Ž.: Tržište kapitala, Privredni pregled, Beograd, 1990.

¹²¹ Rostowski J.: Reforma bankarstva u centralnoj Evropi i bivšem Sovjetskom Savezu, Editio economica, Sarajevo, 1998.

¹²² Službeni list SFRJ, Nr. 77/88, 40/89, 46/90 und 61/90.

(*Zakon o vrijednosnim papirima*)¹²³ und das Gesetz über den Geld- und Kapitalmarkt (*Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala*).¹²⁴

Diese Gesetze haben die Arbeit des Aktienmarktes ermöglicht, doch haben die Aktien, ohne die Möglichkeit des weiteren Verkehrs auf dem sekundären Markt, ihren Sinn nicht erfüllt. Neben den erwähnten Gesetzen sowie dem Gesetz über Banken und andere Finanzinstitute (*Zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama*)¹²⁵ wurde der institutionelle Rahmen für die Emission von und den Umsatz mit Wertpapieren durch die Verabschiedung folgender Gesetze geschaffen: Gesetz über das Währungssystem (*Zakon o novčanom sistemu*)¹²⁶, Gesetz über Schuldverhältnisse (*Zakon o obligacionim odnosima*)¹²⁷, Gesetz über die Abwicklung von Finanzgeschäften (*Zakon o finansijskom poslovanju*)¹²⁸. Durch diese Gesetze wurden die institutionellen Bedingungen für eine breitere Emission und den Verkehr von Wertpapieren geschaffen. In der frühen Phase nach der Einführung dieser Gesetze sind die Gründe für einen geringen Wertpapieranteil vor allem in institutionellen Störungen, einer inadäquaten Zinspolitik, in der Instabilität der Preise und einer inadäquaten Fiskalpolitik zu suchen, des weiteren in einer Asymmetrie in Angebot und Nachfrage von Spargeldern und dem Mangel an Erfahrungen mit der Arbeit mit Wertpapieren. Bisher wurde weder ein richtiger Emissionsmarkt noch ein Sekundärmarkt für Wertpapiere etabliert.

Der Wertpapiermarkt kann nicht nur aufgrund von Gesetzen aufgebaut werden; er muss aufgrund realistischer wirtschaftlicher, finanzieller und gesellschaftlicher Voraussetzungen entstehen. Die Konzepte dieses Marktes müssen in den Ländern mit einer niedrigeren Stufe der wirtschaftlichen und der Marktentwicklung auch die Barrieren berücksichtigen, die sich durch ein bestimmtes wirtschaftliches, politisches und gesellschaftliches System ergeben. Da es sich hierbei im Grunde genommen um die Änderung der Struktur der Verwaltung von Kapitalressourcen handelt, stellt sich die Frage, inwieweit bürokratische und administrative Zentren bereit sind, die Entscheidungen zur Bildung und Allokation von Kapital dem Markt zu überlassen.

¹²³ Službeni list SFRJ, Nr. 64/89 und 29/90.

¹²⁴ Službeni list SFRJ, Nr. 64/89.

¹²⁵ Službeni list SFRJ, Nr. 10/89 und 40/89

¹²⁶ Službeni list SFRJ, Nr. 49/5.XI 1976.

¹²⁷ Službeni list SFRJ, Nr. 29/78 und 39/85.

¹²⁸ Službeni list SFRJ, Nr. 35/89.

Oft ist diese Bereitschaft nicht in genügendem Masse vorhanden, sodass der Zeitraum des Aufbaus von Wertpapiermärkten hinausgeschoben und verzögert wird.

Das Konzept des inländischen Finanzmittelmarktes geht davon aus, dass die Akkumulation des wirtschaftlichen Sektors nicht in der Lage ist, die hohe und stabile Wirtschaftswachstumsrate zu decken. Zugleich zeigt die Bevölkerung eine Neigung zu sparen. Psychologische Hindernisse, Instabilität der wirtschaftlichen Umgebung, politische Instabilität und Ungewissheit sowie negative Erfahrungen haben die Nutzungsmöglichkeit der Akkumulation für die Entwicklungsziele eingeschränkt. Gerade auf diesem Widerspruch basieren die Voraussetzungen für den Aufbau eines adäquaten Mechanismus, mit dem sich die Ersparnisse der Bevölkerung als Finanzierungsalternative der Wirtschaft organisieren ließe.

Das Umfeld, in dem das wirtschaftliche Interesse der Akteure der Wertpapiermärkte hätte vertieft werden sollen, zeichnete sich durch folgende Merkmale aus: Unterentwickelte Waren- und Dienstleistungsmärkte, Geschlossenheit lokaler Märkte, Mobilisierung lokaler Flüsse innerhalb der regional organisierten Banken, ungenügend ausgebaute andere Marktinstitutionen, die für ein wirtschaftliches, bzw. auf wirtschaftlichen Kriterien gründendes Funktionieren der Akteure erforderlich sind. Die wirtschaftlichen Umstände, unter denen Wirtschaftsakteure Einkommen erzielt haben, haben auch ihre Entwicklung beeinflusst. Die relativ bescheidenen Mittel aus der Akkumulation, über die früher die Wirtschaft verfügte, wurden – unter einem starken Einfluss enger politischer und gesellschaftlicher Gemeinschaften – nicht in vernünftige und profitable Projekte eingesetzt, sondern in solche, mit denen die wirtschaftlichen Strukturen in einem bestimmten Gebiet abgedeckt wurden, ungeachtet dessen, dass solche Kapazitäten bereits in einer anderen Region des Landes vorhanden waren. Unter den damaligen Umständen waren die bescheidene Akkumulation von Mitteln die Folge eines niedrigen Produktionsniveaus, einer ungenügenden Produktivität, Wirtschaftlichkeit und Rentabilität, sodass die Umverteilung der Akkumulation überhaupt nicht in Frage gestellt wurde. Außerdem muss man noch den unterentwickelten Währungs-, Wertpapiere- und Devisenmarkt bedenken.

Die Bedeutung und die Rolle des Wertpapiermarktes sollte ebenfalls in unmittelbarem Zusammenhang mit anderen Segmenten des Finanzmarktes als eine Gesamt-

heit betrachtet werden. Ein gut organisierter und effizienter Markt würde die Bonität und die wirtschaftliche Kraft der Wertpapieremittenten heben. Für ein effizientes Funktionieren ist ein Sekundärmarkt erforderlich. Der Anleger muss die Möglichkeit haben, aus eigenem Interesse wieder an Geld zu kommen, während zugleich durch die Gestaltung des Angebots, neben der Nachfrage auf dem Sekundärmarkt, die Voraussetzungen für die Festlegung eines niedrigeren oder höheren Wertpapierwertes geschaffen werden. Ebenso muss man die Tatsache vor Augen haben, dass die Anleger bereit sind, Mittel anzulegen und das Risiko im Verkehr mit Wertpapieren anzunehmen, falls sie die Möglichkeit haben, rechtzeitig und vollständig über die wirtschaftliche Bonität des Unternehmens und über das Rating von dessen Wertpapieren auf dem Markt informiert zu werden.

Daher ist es erforderlich, die Bedingungen für ein effizientes Funktionieren des Wertpapiermarktes präzise zu definieren – Bedingungen, die dazu beitragen, das wirtschaftliche Interesse an dieser Art des Investierens in die Praxis umzusetzen. Vor allen Dingen ist es erforderlich, die Emission und den Umsatz von Wertpapieren präzise zu regeln, und zwar in Form von grundlegenden gesetzlichen Vorschriften. Eine rechtliche Bestimmung ist auch erforderlich, um einheitliche Bedingungen für die Emission von Wertpapieren zu regeln. Des weiteren braucht der Wertpapiermarkt, um einwandfrei funktionieren zu können, eine unabhängige und besondere Finanzkontrolle, besonders wenn all die unprofessionellen Spekulationsgeschäfte, die auf dem Markt auftreten könnten, verhindert werden sollen, um das Vertrauen der Anleger zu bewahren. Der Kontrollaspekt müsste auch eng mit der Frage der korrekten Information für die Anleger über die wirtschaftliche Lage des emittierenden Unternehmens zusammenhängen sowie mit der Frage der Ermächtigung für die Institutionen, die sich mit dem Wertpapierverkehr befassen.¹²⁹

Der Wertpapierhandel erfordert ein hohes Maß an Vertraulichkeit. Erforderlich ist auch ein hohes Niveau an Präzision, Sicherheit und Kompetenz der Fachinstitutionen und -personen, damit sich die Geschäftspartner mit vollem Vertrauen einer Finanztransaktion mit Wertpapieren widmen können. Die Entwicklung des Sekundärmarktes verlangt eine gute Zusammenarbeit zwischen den Banken und einen direkten Informationsaustausch. Aufgrund der weit entwickelten Informationstechnologie

¹²⁹ Hanžeković, M.: Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne financije, 1990.

müssten die Wertpapiere eigentlich gar nicht ausgegeben und ausgestellt werden; es würde genügen, wenn der Kaufprozess in der Buchhaltung und die Wertpapiere elektronisch registriert werden. Das vereinfacht die Transaktionsverfahren.

Der institutionelle Rahmen für die Emission von Wertpapieren in Bosnien-Herzegowina wurde durch eine Reihe von Gesetzen geschaffen, die diesen Bereich regeln. Manche von ihnen wurden aus dem ehemaligen Staat übernommen und an neue Umstände angepasst, während andere aufgrund der Einschätzung und der in den Entwicklungsrichtlinien vorgesehenen Bedürfnisse neu ausgearbeitet wurden. Das ist vor allem das Gesetz über Schuldverhältnisse, das die Wertpapiere als „schriftliche Urkunden, durch die sich der Emittent der Urkunde verpflichtet, die Forderung aus dieser Urkunde an den gesetzlichen Besitzer der Urkunde auszuzahlen“ definiert.¹³⁰

Das so geschaffene Rechtssystem brachte eine ganze Reihe von Gesetzen hervor, mit denen die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gewährleistet wurde:

In der Föderation von Bosnien-Herzegowina:

- Das Wertpapiergesetz:
*Zakon o vrijednosnim papirima*¹³¹
- Das Gesetz über die Wertpapierkommission:
*Zakon o komisiji za vrijednosne papire*¹³²
- Das Gesetz über das Wertpapierregister:
*Zakon o registru vrijednosnih papira*¹³³
- Das Gesetz über Gesellschaften für Fonds- und Investitionsfondsverwaltung:
*Zakon o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima*¹³⁴

¹³⁰ Službeni list SFRJ, Nr. 29/78 und 39/85.

¹³¹ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹³² Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹³³ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹³⁴ Službene novine FBiH, Nr. 41/98.

In der Republika Srpska:

- Das Wertpapiergesetz:
*Zakon o hartijama od vrijednosti*¹³⁵
- Das Gesetz über das zentrale Wertpapierregister:
*Zakon o centralnom registru hartijam od vrijednosti*¹³⁶
- Das Gesetz über Privatisierungs- und Investitionsfonds und über die Verwaltungsgesellschaften für Privatisierungsfonds:
*Zakon o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima*¹³⁷
- Durchführungsverordnung zur Registrierung und Übertragung von Wertpapieren bei dem zentralen Wertpapierregister:
*Pravilnik o registraciji i prenosu hartija od vrijednosti kod Centralnog registra hartija od vrijednosti*¹³⁸

Im Distrikt Brčko:

- Das Wertpapiergesetz:
*Zakon o papirima od vrijednosti*¹³⁹
- Geschäftsordnung der Kommission für Wertpapiere des Distrikts Brčko von Bosnien-Herzegowina:
*Poslovnik o radu Komisije za hartije od vrijednosti Brčko Distrikta Bosne i Hercegovine*¹⁴⁰

Dieses Gesetzes-Set bildet den rechtlichen Rahmen und die Grundlage für die zukünftigen Kapitalmärkte in Bosnien-Herzegowina. Die Hauptcharakteristik dieser Gesetze ist, dass sie sich auf unabhängige Institutionen außerhalb der Exekutive wie die Wertpapierkommission, das Wertpapierregister, Registergericht, externe Revision und öffentliches Notariatswesen stützen.

¹³⁵ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 4/02.

¹³⁶ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98.

¹³⁷ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98.

¹³⁸ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 45/01.

¹³⁹ Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03, 27/04 und 42/04.

¹⁴⁰ Službeni glasnik Brčko Distrikta, Nr. 16/04.

Das Gesetz über Wirtschaftsgesellschaften¹⁴¹ (*Zakon o privrednim društvima*)¹⁴² regelt neben rechtlichen und Statusangelegenheiten in Zusammenhang mit Unternehmen eine Reihe von Fragen, die direkt mit Wertpapieren zusammenhängen. Das sind: Befugnisse, Einschränkungen und Emissionsprozedere von Wertpapieren, Arten korporativer Wertpapiere, wesentliche Eigenschaften der Wertpapiere, die Wahrnehmung der Rechte, der Ausschluss von Wertpapierrechten, Pflichten – vor allem die Pflichten aus dem Aktieneintrag, der Eintragung und dem Erwerb eigener Gesellschaftsaktien.

Das Wertpapiergesetz (*Zakon o vrijednosnim papirima*)¹⁴³ definiert die Urkunden, die in die Kategorie der Wertpapiere gezählt werden. So versteht man unter Wertpapier eine Urkunde oder eine elektronische Aufnahme, die ohne das Papier selbst weder verwirklicht noch übertragen werden kann. Wertpapiere sind Aktien, Anleihen, länger als ein Jahr geltende Zertifikate, andere langfristige Wertpapiere, Investitionsverträge, andere, aufgrund der Vorschriften der Wertpapierkommission der FBuH, der RS und des BDs übertragbare Investitionsurkunden wie Wertpapiere.

Im Vergleich dazu hat das vorherige Wertpapiergesetz (*Zakon o vrijednosnim papirima*)¹⁴⁴ unter dem Begriff Wertpapier folgendes verstanden: Aktien, Anleihen, Kassenaufzeichnungen, Depositenzertifikate und kommerzielle Aufzeichnungen. Das neue Gesetz erweitert die Wertpapierliste. Zu dieser Kategorie zählen noch Zertifikate, die auf länger als ein Jahr lauten, andere langfristige Wertpapiere, Investitionsverträge, aufgrund derer von Dritten Finanzmittel geleistet werden können, sowie andere übertragbare Investitionsurkunden und Rechte, die gemäß den Vorschriften der Wertpapierkommission der FBuH, der RS und des BDs als Wertpapiere gelten.

Das neue Gesetz hat zwar die Charakteristika einzelner langfristiger Wertpapiere nicht definiert, aber die Möglichkeit offen gelassen, dass bestimmte neue Charakteristika des Investitionsprozesses rechtliche Formen bekommen können. Hinsichtlich der Liberalisierung ist die Befugnis der Wertpapierkommission, mit einem Beschluss bestimmte Urkunden zu Wertpapieren erklären zu können,

¹⁴¹ Die Definitionen der Wertpapiere sind in allen drei Entitätsgesetzen harmonisiert.

¹⁴² Službene novine FBiH, Nr. 23/99.

¹⁴³ Službeni list SFRJ, Nr. 29/90.

¹⁴⁴ Službeni list SFRJ, Nr. 64/89.

besonders wichtig. Die Wahrnehmung dieser Befugnisse ermöglicht eine schnelle und einfache Bildung neuer Instrumente auf dem Kapitalmarkt und erzeugt so keinen Bedarf an häufigen Korrekturen und Ergänzungen des Wertpapiergesetzes.

Das Wertpapiergesetz definiert des Weiteren die Emissionsweise von Wertpapieren, den Gegenstand und die Vermittlung beim Verkehr von Wertpapieren und die Organisation von professionellen Vermittlern. Besondere Beachtung gilt in diesem Gesetz dem Investorenschutz, der zugleich eine der wichtigsten Aufgaben für die Wertpapierkommission sein wird.

Die Wertpapierkommission wurde aufgrund des Gesetzes über die Wertpapierkommission (*Zakon o komisiji za vrijednosne papire*)¹⁴⁵, des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (*Zakon o tržištu hartija od vrijednosti*)¹⁴⁶ in der Republika Srpska und des Wertpapiergesetzes (*Zakon o papirima od vrijednosti*)¹⁴⁷ und der Geschäftsordnung zur Arbeit der Wertpapierkommission des Distrikts Brčko (*Poslovnik o radu Komisije za hartije od vrijednosti Brčko Distrikta Bosne i Hercegovine*)¹⁴⁸ gegründet und stellt eine selbständige, spezialisierte Institution dar, deren Aufgabe es ist, die Wertpapierausgabe sowie den Wertpapierhandel in der FBuH, der RS und dem DB zu regeln, zu genehmigen und zu überwachen. Die Kommission ist nicht nur die Regelbehörde für den Kapitalmarkt, sondern auch für den Aufbau der institutionellen Infrastruktur und die Marktentwicklung zuständig. Die Hauptbefugnisse der Kommission beziehen sich auf die Regelung der Anforderungen für die Ausgabe- und Verkehrsweise von Wertpapieren, die Genehmigungserteilung für die Emission bestimmter Aktien und anderer Wertpapiere der Unternehmen und Banken, die Genehmigung zur Emission von Wertpapieren der Gesellschaft für die Fonds-, Investitionsfonds- und Gemeinschaftsfondsverwaltung sowie anderer juristischer Personen, die Wertpapiere ausstellen. Des Weiteren obliegt ihr die Regelung von Anforderungen und die Art und Weise der Ausstellung von Anleihen der Kantone und Gemeinden, der Schutz der Investorinteressen, der Vorschriftenerlass und die Aufsicht zum Wertpapierverkehr und das Kodierungssystem durch elektronische Mittel, der Vorschriftenerlass und die Aufsicht zur Anwendung der Informationsstandards für die Investoren und die Öffentlichkeit über die Geschäftstätigkeit der

¹⁴⁵ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

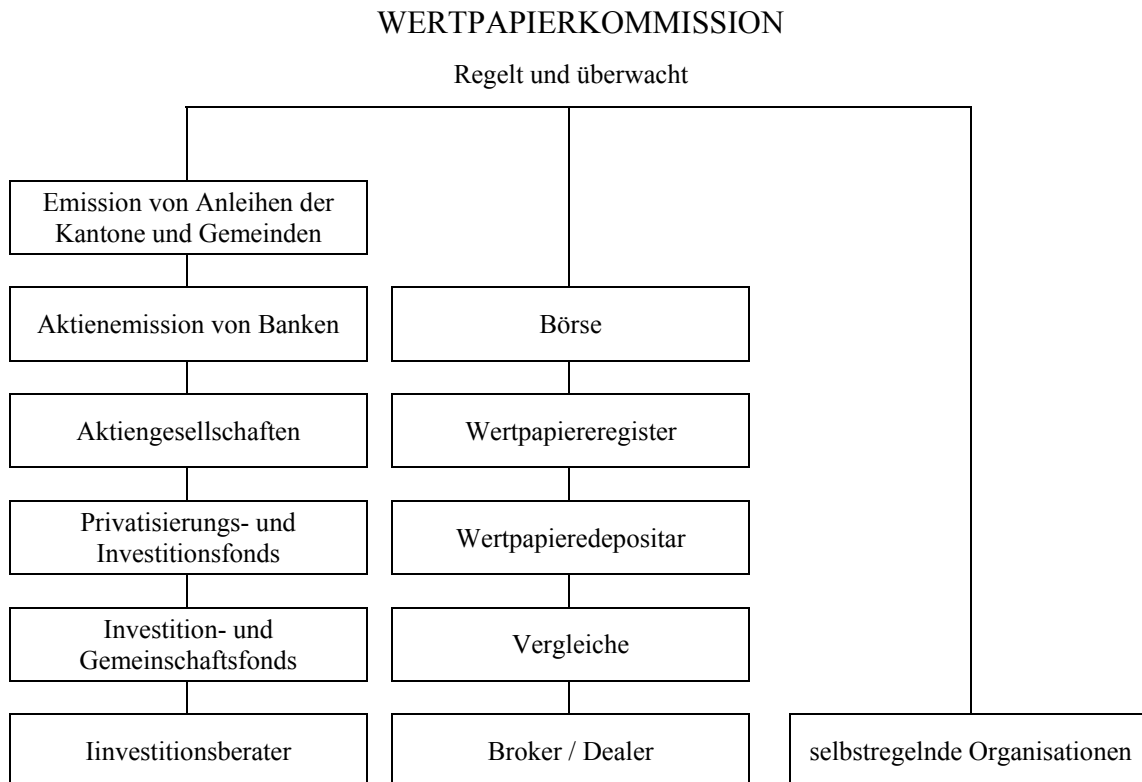
¹⁴⁶ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 92/06.

¹⁴⁷ Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03.

¹⁴⁸ Službeni glasnik Brčko Distrikta, Nr. 16/04.

Beteiligten im Wertpapierverkehr, der Vorschriftenerlass und die Aufsicht der Standardanwendung in der Verwaltung der Aktiengesellschaften sowie das Festlegen von Anforderungen, die Genehmigungserteilung und die Aufsicht über professionelle Vermittler, Broker und Dealer sowie andere Beteiligte im Wertpapierverkehr.

Die Regler- und Aufsichtsfunktion der Kommission ist aus dem folgenden Schema ersichtlich:



Das Wertpapiergesetz (*Zakon o vrijednosnim papirima*)¹⁴⁹ und das gleiche Gesetz der Republika Srpska und des Distrikts Brčko definieren, dass „in- und ausländische Wertpapiere deponiert und im Rechtsverkehr nur in elektronischer Form der Registereinführung erscheinen“. Mit diesem Artikel hat man die Voraussetzungen geschaffen, das Wertpapierregistrierungsgesetz (*Zakon o registru vrijednosnih papira*)¹⁵⁰ zu verabschieden. In der Republika Srpska erfolgte das durch das Wertpapiergesetz (*Zakon o tržištu hartija od vrijednosti*)¹⁵¹ und die Durchführungsverordnung zur Registrierung und Übertragung von Wertpapieren bei dem zentralen Wertpapier-

¹⁴⁹ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹⁵⁰ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹⁵¹ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 92/06.

register (*Pravilnik o registraciji i prenosu hartija od vrijednosti kod Centralnog registra hartija od vrijednosti*)¹⁵² und im Distrikt Brčko das Wertpapiergesetz (*Zakon o papirima od vrijednosti*)¹⁵³.

Das Wertpapierregister erledigt die Aufgaben der Registrierung, Aufbewahrung und Wartung der Daten zu den Wertpapieren sowie die Übertragung gemäß dem Gesetz, das die Emission und den Verkehr von Wertpapieren regelt. Das Register ist eine als eine Aktiengesellschaft organisierte, selbständige und spezialisierte Institution.

Die Registerbildung sowie die Dematerialisierung der Wertpapiere ist eine der wesentlichen Neuheiten in den Vorschriften für Wertpapiere. Außer großen Ersparnissen für die Wertpapieremittenten sind auch andere positive Effekte in der Bearbeitungsgeschwindigkeit sowie im Schutz und in der Aufbewahrung von Wertpapieren zu erwarten. Eine erhöhte Transparenz, die Einsicht in die Änderungen auf den Inhaberkonten ermöglicht, gewährt einen zusätzlichen Schutz für die Investoren, was auch die Hauptaufgabe aller genannten Institutionen ist.

Das Gesetz über die Gesellschaften für die Fonds- und Investitionsfondsverwaltung (*Zakon o društvima za upravljanje fondovima i o investicionim fondovima*)¹⁵⁴ definiert die Anforderungen und die Art und Weise der Gründung und Geschäftstätigkeit einer Gesellschaft für die Fonds-, Gemeinschafts- und Investitionsfondsverwaltung, Privatisierungs-Investitionsfonds sowie Fonds, die als Vermittler gegründet werden und im Zuge der Privatisierung bei der Umsetzung der Forderungen der Bürger tätig sind. In der Republika Srpska wurde das durch das Gesetz über Privatisierungs- und Investitionsfonds und Gesellschaften für die Verwaltung von Privatisierungsfonds umgesetzt (*Zakon o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima*)¹⁵⁵, im Distrikt Brčko durch das Wertpapiergesetz (*Zakon o papirima od vrijednosti*)¹⁵⁶.

Zielsetzung von Gesellschaften und Fonds ist die Kapitalakkumulation zwecks gemeinsamer Investitionstätigkeit gemäß den Prinzipien der Risikominimierung und -streuung sowie der professionellen Fondsführung. Die Anteilkonzentration der

¹⁵² Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 45/01.

¹⁵³ Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03.

¹⁵⁴ Službene novine FBiH, Nr. 41/98.

¹⁵⁵ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98, 63/02 und 67/05.

¹⁵⁶ Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03, 27/04 und 42/04.

kleinen Einzelanleger wird so gewährleistet, dass aus den kleinen Einzelbeträgen respektable Investitionsquellen gebildet werden, mit welchen auch die besten Wertpapiere gekauft werden können. So sind die Voraussetzungen geschaffen, dass jeder einzelne Kapitalinhaber, unabhängig von seinem Betrag, als Investor erscheint, ohne dass dabei seine Position oder die Bildung wichtig sind. So wird auch gleichzeitig die Höhe des thesaurierten Geldes gemindert, und der Umsatzkoeffizient auf dem Kapitalmarkt erhöht.

Das in der FBuH aufgebaute Börsenmodell ähnelt dem angelsächsischen Börsentyp, doch wurde bei der Gründung der Börsen in Bosnien-Herzegowina und in der Republika Srpska ein anderer Ansatz gewählt als in der Föderation von Bosnien-Herzegowina. Dank der internationalen Hilfe in Form von Beratertätigkeit aus verschiedenen Teilen der Welt und mit Unterstützung der deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau, die bei der Bildung des Kapitalmarktes mitwirkte, wurde in der Republika Srpska ein kontinentaler Kapitalmarkt aufgebaut. In der Föderation von Bosnien-Herzegowina hingegen entstand dank beraterischer Unterstützung der United States Agency for International Development (USAID – Behörde der Vereinigten Staaten für internationale Entwicklung) ein angelsächsischer Kapitalmarkt. Die Börsen sind in diesem Modell Aktiengesellschaften, die von mindestens fünf professionellen Vermittlern gegründet wurden, wobei die Aktionäre nur Börsenmitglieder mit einer gleichen Aktienanzahl sein können. Die Börse sowie die Arbeitsregeln werden selbstregelnd von der Vermittlerorganisation bestimmt. Im Unterschied zu einem „reinen“ angelsächsischen Modell, ermöglicht das für die Föderation von Bosnien-Herzegowina vorgesehene Modell den Zugang von Universalbanken zur Mitgliedschaft. Dieser Ansatz ist eine Annäherung an den kontinentalen Börsentyp, bei dem ein anderer Regulationsansatz Anwendung findet. Der kontinentale Börsentyp ist nämlich unter dem Dach von Wirtschaftskammern (öffentlichen Institutionen) organisiert, die die an den Börsen Beschäftigten bezahlen. Aus dem oben Gesagten kann geschlussfolgert werden, dass der Ansatz eine bestimmte Börsenmischform ist. In dieser Richtung lief auch die Annäherung unterschiedlicher Modelle, die in der Republika Srpska und in der Föderation von Bosnien-Herzegowina aufgebaut wurden.¹⁵⁷

¹⁵⁷ Rička, Ž.: Tržište kapitala u zemljama u tranziciji, Neum 2005, S. 193–233.

Solch ein Ansatz ist akzeptabel und liegt im Trend, auch wenn sich in dessen Rahmen sogar fast einander ausschließende und entgegengesetzte Organisationsmodelle annähern. Die Börsenentwicklung hat in Transitionsländern eine besonders ausgeprägte Orientierung zum Mischtyp. Hierfür spricht vor allem die Bedeutung der Universalbanken auf dem Finanzmarkt. Als eine traditionell dominierende Finanzinstitution auf dem Markt werden sie notwendigerweise auch zu einer der wichtigsten Institutionen auf dem Kapitalmarkt. Das Wertpapiergesetz schreibt aber eine Trennung von Bank- und Börsengeschäften vor und schränkt die Banken lediglich auf das Dealen (Abwicklung von Wertpapiergeschäften in eigenem Namen und für eigene Rechnung) ein, bei denen Banken nur eigene Handelspositionen halten. Das Bankengesetz sieht andererseits vor, dass Banken auch als Broker, bzw. als Vermittler (Abwicklung von Wertpapiergeschäften auf fremde Rechnung) fungieren können. In Bedingungen, unter denen die Möglichkeiten anderer Vermittler sowohl personell als auch funktional eingeschränkt sind, würden Banken mit der Brokerrolle langfristig eine dominierende, sogar monopolistische Rolle übernehmen. Indem den Banken die Brokerfunktion genommen wird, versucht man, die Rolle der Brokerhäuser zu stärken und die Voraussetzungen für ihre Entwicklung zu schaffen.

4.7.6. Instrumente des Kapitalmarktes in Bosnien-Herzegowina

Die Auswertung der Finanzstruktur in den bosnisch-herzegowinischen Unternehmen zeigte ziemlich schlechte Resultate in allen Segmenten, was in erster Linie eine Folge des Krieges, aber auch der geerbten wirtschaftlichen und finanziellen Struktur Ex-Jugoslawiens ist. Die Hauptcharakteristik dieses Erbes ist, dass die Entwicklung der Unternehmen hauptsächlich aus Bankkrediten finanziert wurde, die noch immer die Hauptquelle sind.

Die gegebenen Gesetzesregelungen ermöglichten es, Unternehmen als Aktiengesellschaften zu gründen, doch ist der Entwicklungsgrad noch nicht so hoch, dass der Aktienhandel an den entsprechenden Stellen (in den Börsen) beginnt. Es ist aber offensichtlich, dass man auf diese Weise keine moderne ökonomische Struktur aufbauen kann, sodass es tatsächlich notwendig ist, neue Finanzinstitutionen einzuführen. Mit der Verabschiedung des Unternehmensprivatisierungsgesetzes

werden, nebst anderen Begleitgesetzen, endlich die Voraussetzungen erfüllt, dass der Kapitalmarkt in Bosnien-Herzegowina seine Arbeit aufnimmt.

Das Privatisierungsmodell stützt sich ziemlich stark auf die Zertifikate, die die Bürger aufgrund von vorbestimmten Kriterien bekommen haben, folglich war es klar, dass die ersten Börsen-Transaktionen mit Zertifikaten erfolgen würden.

Der Artikel 20 des Unternehmensprivatisierungsgesetzes¹⁵⁸ sah vor, dass unter anderem auch Zertifikate aus den allgemeinen Forderungen natürlicher Personen an die Föderation als Zahlungsmittel in der Privatisierung gelten: also die auf ausländische Währung lautenden Soldaten-Sparbücher und die Alt-Sparmittel der Bürger in ausländischer Währung. Der Gesamtwert dieser Zertifikate wurde aufgrund des Saldos in diesen Sparbüchern festgestellt, während der Wert der Zertifikate aus allgemeinen Forderungen der Bürger erst nach der Ermittlung des Wertes des gesellschaftlichen und staatlichen Kapitals ermittelt wurde. Die Summe des Staatskapitals, die nach der Erarbeitung der Ausgangsbilanzen aller staatlichen und Gemeinschaftsunternehmen ermittelt wurde, wurde um den Betrag der Verpflichtungen (Wert der Zertifikate) aus den Soldatenheften und Altersersparnissen vermindert und dann mit der Summe der Punkte geteilt, die alle Bürger erhalten haben – so bekam man den Punktwert, d. h. den Wert des Zertifikats, das als Zahlungsmittel in der ersten Privatisierungsphase diente.

Einen Ausgleich von Angebot und Nachfrage gab es theoretisch von Anfang an, weil der Wert der emittierten Zertifikate dem Wert des Staatskapitals aus der Ausgangsbilanz des Unternehmens entsprechen musste. Doch bereits bei den ersten Lizitierungsverkäufen von Aktien und Eigentum traten Fälle auf, dass bei manchen Unternehmen die Nachfrage groß, bei anderen ungenügend war oder es hat gar keine Nachfrage gegeben. Das führte automatisch zu einer Veränderung des Aktienpreises, was schon auf Situationen hinweist, die in jedem Kapitalmarkt üblich sind. Da eine große Zahl von Käufern ihre Zertifikate so gut wie möglich gegen Aktien guter Unternehmen tauschen wollte und eine Vielzahl von Unternehmen Kaufgegenstand war, konnte man annehmen, dass wegen eines objektiven Mangels an Kenntnissen über dieses Geschäft sowie mangels sicherer Informationen über den Börsenhandel,

¹⁵⁸ Službene novine FBiH, Nr. 27/97.

bis zur Stabilisierung der Situation nach einer gewissen Zeit größere Probleme auftreten würden.

Das föderale Wertpapiergesetz (*Zakon o vrijednosnim papirima*)¹⁵⁹, das RS-Wertpapiergesetz (*Zakon o hartijama od vrijednosti*)¹⁶⁰ sowie das Wertpapiergesetz im Distrikt Brčko (*Zakon o papirima od vrijednosti*)¹⁶¹ definieren als Instrumente auf dem Kapitalmarkt:

- Aktien,
- Anleihen,
- Zertifikate, die auf länger als ein Jahr lauten,
- andere langfristige Wertpapiere,
- Investitionsverträge, aufgrund welcher man von Dritten Mittel bekommen kann,
- andere übertragbare Investitionsurkunden,
- andere Rechte, die aufgrund der Vorschriften der föderalen Wertpapierkommission (und der Wertpapierkommissionen in den anderen Entitäten) als Wertpapier gelten.

Neben den genannten Wertpapieren zählen zu dieser Kategorie auch derivative Wertpapiere, deren Wert von anderen Wertpapieren abhängt.

Unter Anwendung eines Numerus clausus gelten als Wertpapiere nur die per Gesetz, bzw. durch einen nachträglichen Wertpapierkommissionsbeschluss definierten Instrumente. Andere Instrumente, obwohl sie einer Verpflichtung unterliegen, gelten nicht als Wertpapiere, wenn sie nicht als solche definiert sind. Instrumente wie Bankenverpflichtungen aus Depositen, Wechselscheine, Schecks, Versicherungspolizzen und kommerzielle Aufzeichnungen gehören nicht zu den Wertpapieren, und ihre Ausgabe und ihr Verkehr werden in anderen Vorschriften geregelt.

In- und ausländische Wertpapiere werden deponiert und erscheinen im öffentlichen Verkehr nur als elektronische Aufzeichnung, also dematerialisiert. Die elektronische

¹⁵⁹ Službene novine FBiH, Nr. 39/88.

¹⁶⁰ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 4/02.

¹⁶¹ Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03.

Aufzeichnung wird in dem Wertpapierregister registriert und beinhaltet die Hauptangaben zum Wertpapier. Das sind: Kennziffern der Art und der Klasse des Wertpapiers, Name und Sitz des Emittenten, Nominalwert, Emissionsdatum und -ort, Namen der für die Vertretung der Emittenten befugten Personen und Pflichten des Emittenten, die aus dem Wertpapier ergehen.

Als Emittent können ein Unternehmen, eine Bank, die Gesellschaft für Fondsverwaltung, Investitions-, Gemeinschafts- und Rentenfonds, eine Versicherungsgesellschaft, bzw. alle Arten juristischer Personen auftreten, die gemäß dem Gesellschaftsgesetz¹⁶² und den Gesetzen der Republika Srpska und des Distrikts Brčko als Aktiengesellschaft registriert sind.

Aktien sind im Wertpapiergesetz¹⁶³ und dem Gesellschaftsgesetz¹⁶⁴ nach dem deutschen Modell rechtlich definiert. Besonderheiten dieses Modells sind unter anderem die Festlegung des minimalen Nominalwertes der Aktie, in diesem Gesetz 10 BAM. Die deutsche Gesetzgebung schrieb beispielsweise 50 DM vor. Die Aktien werden in Geld, Sachwerten und Rechten eingetragen, mit einer verpflichtenden Wertschätzung durch befugte Wirtschaftsprüfer. Die Besonderheit dieses Modells besteht auch in der Möglichkeit des Erwerbs eigener Aktien. Während die deutsche Gesetzgebung einen generellen Erwerb von bis zu 10% eigener Aktien ermöglicht, überlässt das Gesetz diese Frage besonderen Gesetzen für jeden einzelnen Bereich.

Das Wertpapiergesetz¹⁶⁵ brachte Neuheiten, aber auch Unklarheiten, indem im Artikel 2 erstmals Wertpapiere erwähnt und ihnen die Charakteristiken eines Wertpapiers verliehen wurden. Das bezieht sich auf einige spezifische Instrumente, die bis zu diesem Zeitpunkt in den Wertpapiergesetzen nicht erschienen waren. In derselben Weise wurde diese Frage auch in der Republika Srpska und im Distrikt Brčko definiert.

Das sind:

- Zertifikate (mit einer Laufzeit, die länger ist als ein Jahr),
- andere langfristige Wertpapiere,

¹⁶² Službene novine FBiH, Nr. 23/99.

¹⁶³ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹⁶⁴ Službene novine FBiH, Nr. 23/99.

¹⁶⁵ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

- Investitionsverträge aufgrund derer von Dritten Mittel besorgt werden können,
- andere übertragbare Investitionsurkunden.

Eine Auswertung der in Artikel 2 des Gesetzes genannten Wertpapiere ergibt, dass der Gesetzgeber bei ihrer Bestimmung von dem Prinzip ausgegangen ist, dass Wertpapiere langfristige und übertragbare Papiere sind. Das zweite Kriterium ist in Artikel 3 des Gesetzes verankert; darin werden aus der Kategorie der Wertpapiere Instrumente herausgenommen, die anderen Vorschriften unterliegen: Das Gesetz über Wechselscheine und Schecks (*Zakon o mjenici i čeku*)¹⁶⁶. Das Aussparen dieser Instrumente verringerte das Angebot auf dem Kapitalmarkt, somit wurde auch dessen Entwicklung verlangsamt.

Andererseits wird das Gesetz von einem positiven Leitgedanken geprägt: Im Grunde genommen soll die Definition des Wertpapiers vor allem nicht-professionelle Investoren vor Wertpapieren schützen, mit deren Kauf sie Schaden erleiden könnten. Die Befugnis der Wertpapierkommission zur Feststellung des Status einzelner Finanzinstrumente ist lediglich die Umsetzung dieses Ziels. Bei der Wahrnehmung der Befugnisse soll die Wertpapierkommission bei der Statusfestlegung die Grunddefinition des Wertpapiers vor Augen haben. Wenn das Wertpapier „ein Instrument ist, das von befugten Emittenten zwecks Kapitalgewinnung ausgestellt wird“,¹⁶⁷ ist das Interesse des Investors vor allem in der finanziellen Rückgewinnung enthalten, und nicht in einer weiteren Aktivität oder Verpflichtung. Bei der Analyse der genannten Wertpapiere aus dem Artikel 2 des Gesetzes sollen, mit Ausnahme der Aktien und Anleihen, auch weiter unten angeführte Fakten in Betracht gezogen werden.¹⁶⁸

Die im Privatisierungsprozess in der Föderation von Bosnien-Herzegowina emittierten Zertifikate wurden den Zertifikaten in der entsprechenden Position (ausgestellt auf länger als ein Jahr) aus dem Wertpapiergesetz nicht gleichgestellt. Obwohl die Zertifikate aus dem Privatisierungsprozess die Anforderung der Übertragbarkeit und der Fristigkeit erfüllen, werden von ihnen weitere wesentliche Voraussetzungen für Wertpapiere nicht erfüllt. Vor allem fehlt die Komponente der

¹⁶⁶ Službene novine FBiH, Nr. 32/00.

¹⁶⁷ Imhof, W.: *Securities processing*, American bankers association, Washington D. C., 1995, S. XXI.

¹⁶⁸ Dabić, S.: *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga, Beograd, 1990.

finanziellen Rückgewinnung, was nicht durch die Möglichkeit ersetzt werden kann, die Zertifikate in Aktien des Privatisierungsfonds umzuwandeln. Daneben gibt es keine Schutzkomponente für den Investor, der kein freiwilliger ist. Unter solchen Umständen gibt es kein Schutzprogramm für den Investor durch die Veröffentlichung von Informationen und Emittentenrevision. Da die Zertifikate aus der Privatisierung nur in materieller Form emittiert wurden, steht auch ein Wertpapierregister nicht zur Verfügung (das Wertpapierregister ist eine Institution, die sich mit der elektronischen Datenerfassung und -verwaltung beschäftigt). Die in dem Wertpapiergesetz vorgesehenen Zertifikate sollen sich auf die Bareinlagen bei Institutionen beziehen, die nicht unter die Vorschriften des Bankengesetzes fallen. Das sind vor allem Zertifikate über die Beteiligung in geschlossenen Fonds.¹⁶⁹

Die Investitionsverträge und andere übertragbare Finanzierungsurkunden führen in ein besonderes Dilemma, das den Status des Vertrages und der Urkunde betrifft. Man könnte es so auslegen, dass die Verbindung zwischen dem Emittenten und dem Investor in Form eines Investitionsvertrages etwas lockerer ist und dadurch auch die Vergabe bestimmter Garantien oder zusätzlicher Rechte an den Investor zulässt, was einzelne Arten begünstigter Aktien ermöglicht.

Falls im Rahmen des Vertrages auch bestimmte Garantien gesichert werden, lässt diese Form des Wertpapiers darauf schließen, dass an dem Vertrag ein Dritter beteiligt ist. Die Investitionsurkunde wäre unter solchen Umständen ein klassisches Wertpapier, das nur den Emittenten und den Investor kennt. Da in der Spezifizierung der Wertpapiere auch die Kategorie „andere übertragbare Investitionsurkunden“ erscheint, könnte man den Schluss ziehen, dass in allen drei Fällen gerade die Übertragbarkeit des Wertpapiers das Element ist, das ihm neben der Langfristigkeit die Qualität eines Wertpapiers verleiht, und dass das Verhältnis zwischen dem Emittenten und dem Investor durch formalrechtliche Vertragskraft formalisiert ist.

Diesen Formen des Wertpapiers begegnen wir in Gesetzgebungen der entwickelten Länder in Form von Anlagen in kleinere Privatobjekte. Das Prozedere und die Rigidität der Aktienemission destimuliert in diesen Fällen den Unternehmer, diese Prozedur in die Wege zu leiten. Der Emissionsumfang der Aktien ist zu klein, um das Interesse des Marktes, bzw. das Interesse der Banken zu erwecken, die Emission zu

¹⁶⁹ Rička., Ž.: Tržište kapitala u zemljama u tranziciji, Neum 2005, S. 193–233.

übernehmen. Neben der Erfüllung grundlegender Anforderungen an das Prozedere hinsichtlich der Veröffentlichungs- und Informationspflicht haben der Investitionsvertrag und andere übertragbare Investitionsurkunden denselben Charakter wie die Aktien und ermöglichen ein einfacheres Marktangebot.

Für die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Föderation von Bosnien-Herzegowina sind die Befugnisse der Wertpapierkommission zur Festlegung des Status des Wertpapiers von grundlegender Wichtigkeit. Unter Anwendung des Prinzips Numerus clausus ermöglicht man eine Vertiefung des Kapitalmarktes vor allem nach Wertpapierarten.

Die Emission von Wertpapieren erfolgt nach dem Wertpapiergesetz durch ein öffentliches Angebot oder einen geschlossenen Verkauf. Ein öffentlicher Verkauf erfolgt durch einen öffentlichen Aufruf zur Eintragung der Wertpapiere, wobei aus dem öffentlichen Angebot ausgeschlossen werden:

1. Personen aufgrund eines Interessenskonflikts (das bezieht sich auf Personen, die ordentliche Tätigkeiten in der Verwaltung oder in der Verfügung über die Unternehmen, ob selbständig oder gemeinsam mit anderen Personen ausüben),
2. bestehende Aktionäre des Emittenten nur aufgrund:
 - a. des Erstkaufrechtes,
 - b. emittierter Aktien aufgrund von Aktienteilung und -konversion,
 - c. Dividendenzahlungen,
3. Personen unter besonderen Umständen, die die Wertpapierkommission bestimmt.

Aufgrund der Genehmigung der Wertpapierkommission veröffentlicht der Emittent das öffentliche Angebot in den inländischen öffentlichen Medien. Ein öffentliches Angebot gilt als erfolgreich, wenn der angebotene Preis vor dem veröffentlichten Fristablauf eingetragen ist, oder der Emittent auf die Emission verzichtet hat.

Die geschlossene Emission umfasst den Verkauf von Wertpapieren an einen vorher bestimmten Käufer oder eine Gruppe von höchstens 40 Käufern.

Der Wertpapierverkehr umfasst den Kauf, Verkauf und die Verpfändung von Wertpapieren, die Konversion sowie Zusammenfügung und Teilung der Wertpapiere. Der Verkehr erfolgt in der Börse und anderen geregelten öffentlichen Märkten. Die Börse wird gemäß dem Wertpapiergesetz als Aktiengesellschaft von mindestens fünf professionellen Vermittlern gegründet, und sie wird in das Aktiengesellschaftsregister bei der Wertpapierkommission eingetragen. Der Verkehr in der Börse obliegt nur professionellen Vermittlern, die bei der Wertpapierkommission als befugt registriert sind.

Professionelle Vermittler in der Börse können juristische und natürliche Personen sein, die alle Anforderungen erfüllen, die in der Durchführungsverordnung über die Anforderungen und das Verfahren der Ausgabe von Genehmigungen an natürliche und juristische Personen für Broker- und Dealerarbeiten im Wertpapierverkehr (*Pravilnik o uslovima i postupku izdavanja dozvola fizičkim i pravnim licima za obavljanje brokerskih i dilerskih poslova u prometu vrijednosnim papirima*) festgelegt sind. Um in der Börse handeln zu können, müssen die professionellen Vermittler Börsenmitglieder sein. Bei der Aufgabenwahrnehmung haben sie den Mitgliedschaftsbeitrag zu leisten, das Entgelt für die Leistungen der Börse, den Beitrag für den Sicherheitsfonds sowie die Strafe für eine eventuelle Missachtung der Satzungsvorschriften und Regelwerke. Professionelle Vermittler können zur Ausgewogenheit und Erhaltung der Standards der Geschäftswiederholung im Wertpapierverkehr, zum Schutz des Inhabers der Wertpapiere selbstregelnde Organisationen bilden. Selbstregelnde Organisationen legen die Regeln und Standards für die eigenen Mitglieder fest, die die Wertpapierkommission genehmigt.¹⁷⁰

Natürliche Personen, Inhaber von Zertifikaten, können Unternehmensaktien auf zwei Wegen erwerben – direkt oder über Vermittler. Der Zertifikatinhaber entscheidet sich für den direkten Kauf von Aktien eines Unternehmens, wenn er genügend Informationen über dessen Perspektiven hat und findet, dass der Preis, den er zahlen soll, akzeptabel ist, d. h., wenn er keine bessere Alternative hat. Eine Folge einer solchen Geldanlage ist, dass der ehemalige Inhaber der Zertifikate jetzt ein Aktieninhaber geworden ist, bzw. ein Miteigentümer des Unternehmens und dass er,

¹⁷⁰ *Zakon o vrijednosnim papirima*, Službeni novine FBiH, Nr. 39/98, Artikel 103–108.

über die Aktien des ausgewählten Unternehmens verfügend, an dem Gewinn oder dem Verlust des Unternehmens teilhaben wird.

Die zweite Möglichkeit für den Inhaber der Zertifikate ist, sie in Investitionsfonds anzulegen, welche die Zertifikate in Unternehmen weiteranlegen, die sie als die besten Investitionsobjekte einschätzen. In diesem Fall wird der Zertifikatinhaber direkter Mitinhaber des Fonds und indirekter Mitinhaber des Unternehmens, was zur Folge hat, dass der zukünftige Ertrag und das Risiko nicht nur mit einem Unternehmen zusammenhängen, sondern mit dem Gewinn und Risiko der Aktien aller Unternehmen in dem jeweiligen Fondsportfolio.

Hinsichtlich der schlechten Information der Bevölkerung wurden im Zuge des Privatisierungsprozesses Zertifikate am häufigsten für Bargeld, jedoch zu einem sehr niedrigen Preis verkauft, d. h. für ca. 2–4% ihres Wertes, was eine schnelle Konzentration großer nominaler Beträge in Spekulantenhänden ermöglichte, die daran interessiert waren, ausschließlich aus dem Eigentumsverkehr der privatisierten Unternehmen, deren Aktien sie gegen verwertete Zertifikate kauften, Gewinne zu erzielen.

Nachdem die Zertifikate gegen Aktien, bzw. gegen eine Nichtigkeitserklärung getauscht waren, endete praktisch die erste Privatisierungsphase, in der sich die Eigentumsstruktur der Wirtschaft herausbildete. Zur selben Zeit bildete sich auch der Wertpapiermarkt, zuerst als Ersatz für die Zertifikate durch Aktien nach allen Regeln des Angebots und der Nachfrage, später als sekundärer Kapitalmarkt durch den Kauf und Verkauf von Aktien, mit der Einführung auch anderer Arten von Wertpapieren, die auf dem Binnenmarkt akzeptiert werden.

5. Gründung der SASE und Weiterentwicklung des Kapitalmarktes; Struktur der Beteiligten, Marktinstrumente, Vermittler (Makler), Entwicklung der SASE, aktuelle Lage

5.1. Rechtliche Grundlage für die Tätigkeit des Kapitalmarktes

In der Geschichte sind zwei Verfahren der Entwicklung eines Kapitalmarktes bekannt: „von unten nach oben“ und „von oben nach unten“. Das Verfahren „von unten nach oben“ sieht vor, dass Emittenten von Wertpapieren einen Weg zu Investoren suchen, um an Kapital zu kommen. Investoren suchen ebenso einen Weg, um den ihnen verfügbaren Überschuss an Mitteln effizient zu platzieren. Hierbei entwickeln sich die Wünsche und Absichten von Emittenten und Investoren spontan. Um die Kommunikation zwischen Investoren und Emittenten zu erleichtern und einen Handel mit Wertpapieren zu ermöglichen, werden professionelle Vermittler (Makler) tätig, die durch einen unter ihnen ausgehandelten Vertrag die Institution des Kapitalmarktes gründen: die Börse. Dieser Weg war für die meisten entwickelten westlichen Börsen charakteristisch. Die Notwendigkeit, solche Kapitalmärkte zu regulieren, entstand erst, als der Umsatz an der Börse so groß geworden war, dass die Einhaltung der vereinbarten Verhaltensregeln schwierig wurde.¹⁷¹ Die Entstehung des Kapitalmarktes in der beschriebenen Form können wir einen Evolutionsprozess nennen, in dem die Entwicklung des Kapitalmarktes die Entwicklung der gesamten Wirtschaft begleitete. Auf jeden Fall stand schon auf den ersten Entwicklungsstufen des Kapitalmarktes fest, dass die Kapitalmärkte einer Regulierung bedürfen.

Das andere für die Kapitalmärkte vieler Transformationsländer charakteristische Verfahren ist das des „von oben nach unten“. Hier wird zunächst ein Rahmen verabschiedet und eine Wertpapierkommission oder eine vergleichbare Regulierungsinstitutionen gegründet. Erst danach gründen professionelle Vermittler die entsprechende Marktinstitution: die Börse. In manchen Transformationsländern verliefen diese beiden Prozesse parallel, während in anderen die Verabschiedung der Regelung

¹⁷¹ So wurde das erste Gesetz über Wertpapiere in den USA 1934 verabschiedet, nach dem Crash der Börse in New York, bzw. nach der Weltwirtschaftskrise. Zu demselben Zeitpunkt wurde auch die US-amerikanische Kommission für Wertpapiere (United States Securities and Exchange Commission) errichtet.

und die Gründung eines Regulierungsorgans erst nach der Gründung des Marktes erfolgte. Leider hatten die Regulierungsorgane gerade in diesen Staaten große Schwierigkeiten, sich als Autorität auf dem Markt zu etablieren, da vor allem die Marktteilnehmer Schwierigkeiten hatten, Verhaltensregeln zu akzeptieren und einzuhalten.

Der Regulierungsrahmen für die Errichtung eines Kapitalmarktes in der Föderation BuH wurde 1998 und 1999 erlassen. Dadurch wurde auch das grundlegende Konzept des neu zu errichtenden Kapitalmarktes definiert, während die Verantwortung für die Durchführungsverordnungen und die Überwachung der Einhaltung von Gesetzen und anderen Vorschriften an die Wertpapierkommission der Föderation BuH überging. Nach der Verabschiedung des Regulierungsrahmens wurden die ersten Institutionen des Kapitalmarktes gegründet: die Wertpapierkommission der Föderation BuH als Regulierungs- und Überwachungsorgan sowie das Wertpapierregister der FBuH, mit dem Auftrag, das System der zentralisierten Registrierung von Eigentum an Wertpapieren zu verwalten.

Die rechtliche Grundlage für die Errichtung, Tätigkeit und Entwicklung des Kapitalmarktes in der Föderation von Bosnien und Herzegowina wurde durch folgende Gesetze geschaffen: Gesetz über Wertpapiere (*Zakon o vrijednosnim papirima*)¹⁷²; Gesetz über Wertpapierregister (*Zakon o registru vrijednosnih papira*)¹⁷³; Gesetz über Wertpapierkommission (*Zakon o komisiji za vrijednosne papire*)¹⁷⁴; Gesetz über die Gesellschaft für Fondsverwaltung und Investitionsfonds (*Zakon o društvima za upravljanje fondovima i o investicionim fondovima*)¹⁷⁵ und das Gesetz über Wirtschaftsgesellschaften (*Zakon o privrednim društvima*)¹⁷⁶. Diese Gesetze regeln folgende Sachverhalte:

- Emission und Umsatz von Wertpapieren; die Börse und sonstige geregelte öffentliche Wertpapiermärkte;
- Gründung, Status und Kompetenzen der Organe für Überwachung und Regulierung von Emission und Umsatz von Wertpapieren;

¹⁷² Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹⁷³ Službene novine FBiH, Nr. 39/98.

¹⁷⁴ Službene novine FBiH, Nr. 39/98 und 36/99.

¹⁷⁵ Službene novine FBiH, Nr. 41/98, 36/99 und 36/00.

¹⁷⁶ Službene novine FBiH, Nr. 23/99 und 23/00.

- Gründung und Kompetenzen der für die Führung des öffentlichen Wertpapierregisters zuständigen Institution;
- Gründung, Tätigkeit und Überwachung der professionellen Akteure am Wertpapiermarkt;
- Gründung und Tätigkeit der Gesellschaften für Verwaltung von Fonds und Investitionsfonds einschließlich der Privatisierungsinvestmentfonds;
- Gründung, Verwaltung, Tätigkeit und Auflösung von Aktiengesellschaften und sonstigen Gesellschaftsformen.

Die ersten Durchführungsverordnungen, mit denen die Errichtung und Funktion von professionellen Vermittlern und der Verkehr mit Wertpapieren auf der Börse geregelt werden, wurden noch 2000 und 2001 erlassen. Das Wertpapiergesetz und die Vorschriften der Kommission sehen vor, dass der Wertpapierhandel überwiegend über die Börse läuft. Der Ansatz bei dieser Lösung war, zwei Funktionen der Börse zu ermöglichen: Eine Konzentration von Angebot und Nachfrage an Wertpapieren einerseits, und eine faire und realistische Preisbildung an der Börse andererseits. Das Handelssystem an der Börse von Sarajevo ist so projektiert, dass diese zwei Kriterien vollständig erfüllt werden können.

Laut Gesetz können auf der Börse nur die befugten Brokerhäuser handeln, die zugleich Gründer und Anteilseigner der Börse sind. Die Logik einer solchen funktionellen Verbindung liegt darin, dass die Brokerhäuser das größte Interesse daran haben müssen, die Funktionalität des Marktes, in dem sie tätig sind, zu wahren, denn davon hängen ihre geschäftlichen Ergebnisse ab.

Die Wertpapierkommission analysiert im Laufe des Jahres die entsprechenden Gesetze, um sie miteinander abzustimmen, und ergreift nach Bedarf die Initiative, diese Gesetze zu ändern oder zu ergänzen.¹⁷⁷ Die Einführung von Banken als vollberechtigte Akteure auf dem Kapitalmarkt war ein großer Fortschritt in der Entwicklung des Marktes. Eigentlich ist das die logische Folge der Tatsache, dass die Banken dominante Akteure der Finanzmärkte in Bosnien und Herzegowina sind.

¹⁷⁷ Autorengruppe: Uloga regulatora na tržištu kapitala u zaštiti interesa vanjskih korisnika, Zbornik: VIII međunarodni simpozij, Reforme u BiH put ka europskim integracijama, Neum 24.-26.V 2007, Revicon.

Um die Arbeit der Brokerhäuser zu verbessern und zu fördern, hat die Wertpapierkommission 2004 eine neue Vorschrift zu den Voraussetzungen für das Verfahren der Ausstellung, Einstellung und Aufhebung von Brokerlizenzen erlassen sowie zu den Voraussetzungen für die Errichtung und Funktionsweise eines inneren Kontrollsystems für professionelle Vermittler auf dem Wertpapiermarkt. Durch die genannten Vorschriften wurden folgende Elemente eingeführt: die Notwendigkeit der Zustimmung bei der Ernennung der Leiter von Brokerhäusern; ein Verfahren über zwei Instanzen für den Entzug von Lizenzen; die Erhöhung des Mindestgrundkapitals von Broker-firmen; die Errichtung innerer Kontrollsysteme in Brokerfirmen; die Ernennung der für die innere Kontrolle zuständigen Person. Die Verabschiedung und Umsetzung der genannten Vorschriften ist in erster Linie deswegen bedeutend, weil personelle Ressourcen von Brokerhäusern auf ein höheres Niveau gebracht wurden, das Mindestgrundkapital erhöht sowie ein inneres Kontrollsystem eingeführt wurde, das sicherstellen soll, dass die Tätigkeit im Einklang mit den Gesetzen vonstatten geht. Dies erleichterte die Ausübung der Überwachungsfunktion der Kommission, trug zur Erhöhung und Verbesserung des Ansehens im Geschäft bei und erhöhte das professionelle Niveau der Brokerfirmen.¹⁷⁸

5.2. (Entstehungs-) Geschichte der SASE

Die Wertpapierbörse in Sarajewo (The Sarajevo Stock Exchange – SASE) ist eine Aktiengesellschaft und klassifiziert sich als eine nicht profitorientierte Organisation. Sie wurde am 13. September 2001 von acht Eigentümern gegründet, die gleichzeitig auch Handelsteilnehmer, bzw. Brokerfirmen waren:¹⁷⁹

- BIFIM d.d. Bihać
- FIMA Int. d.o.o. Sarajevo
- VGT-BROKER d.d. Visoko
- CENTRAL BROKER HOUSE & GROUP d.d. Sarajevo
- BS-BROKER d.d. Sarajevo

¹⁷⁸ Autorengruppe: Trgovanje na tržištu kapitala u FBiH, Zbornik: VII međunarodni simpozij, Reforme u BiH u funkciji razvoja, Neum 25.-27.V 2006, Revicon.

¹⁷⁹ Vgl. www.sase.ba

- BOND INVEST d.d. Mostar
- eBROKERS d.o.o. Sarajevo
- CREDOS d.o.o. Sarajevo

Die Gründung der Börse war die wichtigste Voraussetzung für den Beginn der Umsetzung des Lizenzvertrages, den die Wertpapierkommission im April 2000 mit der Börse Ljubljana unterzeichnet hatte. Dieser beinhaltete den Transfer des Handelssystems sowie des technischen Know-hows in Form von Schulungen für Mitarbeiter und Führungskräfte der SASE und der Brokerhäuser.¹⁸⁰ Nach Erfüllung aller gesetzlichen, technischen und personellen Voraussetzungen wurden die Satzung und die Geschäftsordnung der SASE von der Wertpapierkommission genehmigt, sodass alle Vorbereitungen für den Handel an der Börse getroffen waren.

Der erste Handelstag war der 12. April 2002 (Betrag: 3.099,00 KM); danach begann offiziell der Handel an der SASE.¹⁸¹

In den ersten Monaten waren die Handelsvolumina sehr bescheiden, weswegen der Handel nur einmal pro Woche stattfand, nämlich dienstags von 9:00 bis 12:00 Uhr. Bis Ende des Jahres wurde jedoch ein weiterer Handelstag eingeführt, sodass der Handel immer dienstags und donnerstags stattfand.¹⁸² Es wurden auch die Handelszeiten verlängert, von 9:00 bis 12:00 auf 9:00 bis 13:30 Uhr.

Die Zahl der an den Börsen gehandelten Aktien der Emittenten und das Handelsvolumen stiegen stetig von Jahr zu Jahr. Am ersten Handelstag notierten 103 Aktienemittenten, am Ende des Jahres 2002 bereits 161. Insgesamt wurde in diesem Jahr ein Umsatz von über 21 Mio. EUR verzeichnet. 20.538 Transaktionen fanden statt, 11,2 Mio. Aktien wurden erworben.¹⁸³ Der Börsenumsatz im Jahr 2003 verdreifachte sich auf etwa 60 Mio. EUR, im Jahr 2004 betrug er bereits mehr als 100 Mio. EUR. Aufgrund dieses Wachstums hat die SASE den Handel auf vier Tage in

¹⁸⁰ Vgl. Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2001. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2002, S. 15.

¹⁸¹ Vgl. www.sase.ba

¹⁸² Vgl. Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2002. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2003, S. 13.

¹⁸³ Ibid, S. 13.

der Woche erweitert; es wurde nun an allen Wochentagen außer freitags gehandelt. Der Freitag war für Auktionen mit Aktien der Privatisierungsfonds vorgesehen.¹⁸⁴

Als Konsequenz der Privatisierung waren in den ersten Jahren nach der Entstehung der Börse besonders zwei Vorgänge erkennbar: Einerseits gab es intensive Aktivitäten hinsichtlich der Veränderung der organisatorischen Form von Aktiengesellschaften in Gesellschaften mit beschränkter Haftung und andererseits waren häufige Kapitalherabsetzung bei Emittenten zu verzeichnen.¹⁸⁵ Bei Aktiengesellschaften, die durch ein öffentliches Angebot privatisiert wurden, wurde oft beschlossen, eine Umorganisation in Gesellschaften mit beschränkter Haftung vorzunehmen. Der Grund dafür war, dass wegen der kleinen Anzahl von Aktionären und des geringen Eigenkapitals die vorherige Rechtsform zu unwirtschaftlich war. Kapitalherabsetzungen erfolgten bei einer großen Anzahl von privatisierten Gesellschaften und einigen Banken, die im Jahresabschluss Verluste zu verzeichnen hatten und diese durch Herabsetzung des Kapitals deckten.

Andererseits gab es in den ersten Jahren nach der Entstehung der Börse auch einige Kapitalerhöhungen, vor allem bei Banken, die durch die Ausgabe von neuen Aktien realisiert wurden. Hierbei handelte es sich ausschließlich um Aktienemissionen, die durch Privatplatzierungen stattfanden. Unter Privatplatzierungen wird nach bosnischer Gesetzgebung ein nicht öffentlicher Wertpapierverkauf von jungen Aktien an einen vorher bestimmten Erwerber oder eine Gruppe von bis zu höchstens 40 Erwerbern verstanden. Hauptsächlich ging es um „zwingende Emissionen“, bzw. Kapitalerhöhungen, die als rechtsformbedingter Nachholbedarf betrachtet wurden und entweder aus vertraglichen Verpflichtungen der Privatisierungsausschreibungen oder aus gesetzlich vorgeschriebenen Mindestkapitalanforderungen, wie beispielsweise an Banken, hervorgingen.¹⁸⁶

Obwohl in den vergangenen Jahren alle Aktivitäten auf der Börse von Sarajevo von Bedeutung waren, sollen folgende Ereignisse hervorgehoben werden:

¹⁸⁴ Vgl. Izveštaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2003. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2004, S. 9.

¹⁸⁵ Vgl. Izveštaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2005. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2006, S. 7–8.

¹⁸⁶ Vgl. Izveštaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2003. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2004, S. 12–13.

2003:¹⁸⁷

- 28. April: Präsentation des ersten Börsenindex in Bosnien und Herzegowina, den „Bosnian Investment Funds Index“ (BIFX) durch die SASE
- 7. Oktober: Errichtung des SEM-ON.NET, ein Internetportal für Börsen in der Region
- 31. Dezember: Aufnahme von 11 Privatisierungsinvestmentfonds in den amtlichen Markt (Markt mit hohen Anforderungen für die Unternehmen, die gelistet sind)

2004:¹⁸⁸

- 6. April: Einführung des neuen Handelsverfahrens, des so genannten „Multi Fixing Trading Schedule“ (MFTS), einer Form des fortlaufenden Handels
- 16. September: Aufnahme der Börse von Sarajevo in FEAS (Federation of Euro-Asian Stock Exchanges) als Vollmitglied

2005:¹⁸⁹

- 29. Juli: erste Emittenten aus dem Distrikt Brčko auf dem Markt der SASE
- 4. Oktober: Finanzberichte der Emittenten aus dem Freien Markt auf dem Internetportal www.sase.ba

2006:¹⁹⁰

- 6. Februar: Vorstellung eines neuen Börsenindex: SASX-10
- 26. September: Bosnalijek d.d. Sarajevo als erste Firma im amtlichen Markt (Markt mit hohen Anforderungen für die Unternehmen, die gelistet sind)
- 4. und 5. Oktober: erste Internationale Konferenz der SASE

2007:¹⁹¹

- 2. August: der Umsatz im Jahr 2007 überstieg 1 Milliarde KM
- 27. August: erster Verkauf des staatlichen Kapitals auf der SASE: ein Aktienpaket von „Interšped“ d.d. Sarajevo
- 22. November: Beitritt der Börse von Sarajevo in die Federation of European Securities Exchange (FESE)

¹⁸⁷ SASE-Izvještaj o radu za 2003.g.

¹⁸⁸ SASE-Izvještaj o radu za 2004.g.

¹⁸⁹ SASE-Izvještaj o radu za 2005.g.

¹⁹⁰ SASE-Izvještaj o radu za 2006.g.

¹⁹¹ SASE-Izvještaj o radu za 2007.g.

Ende 2010 hat die Börse von Sarajevo 14 aktive Mitglieder.¹⁹² Alle Mitglieder der SASE müssen eine Lizenz haben, die von der Wertpapierkommission der Föderation BuH erteilt wird. Die SASE ist einer der modernen Märkte in der Region. Der Handel wird elektronisch ausgeführt, bzw. ohne persönliche Anwesenheit der Börsenmakler. An der Börse werden alle Aufträge – Verkauf- und Kaufaufträge – vom Server aufgefangen. Es erfolgt ein Ranking der Aufträge nach Preisen. Je günstiger der Preis, desto höher die Stellung des Auftrags. Je höher der Preis von Kaufaufträgen ist, desto günstiger wird er eingestuft; bei Verkaufsaufträgen wird der Preis umso günstiger eingestuft, je niedriger der Preis ist. Wenn sich die Preise von Kaufauftrag und Verkaufsauftrag angleichen, kommt es zur Ausführung der Transaktion.

5.3. Das Handelssystem und die Handelsverfahren

Die SASE beinhaltet zwei Handelsmodelle, bzw. Segmente: den Auktionenhandel und den Fortlaufenden Handel. In Abhängigkeit von Produktgruppen und geltenden rechtlichen Voraussetzungen werden diese beiden Segmente in Subsegmente unterteilt, um den Investoren einen besseren Überblick zu bieten.

Der Auktionenhandel: Bei diesem Verfahren werden zuerst alle Aufträge ins Orderbuch eingetragen und bis zum Auktionszeitpunkt, der nicht zu einem zuvor genau bestimmten Termin stattfindet, sondern variiert, nicht ausgeführt. Zum Auktionszeitpunkt wird anhand der erteilten Aufträge innerhalb weniger Sekunden der Auktionspreis ermittelt. Hierbei kann jede Aktie pro Tag nur einen einzigen Kurs haben, nämlich den Auktionskurs.

Der Fortlaufende Handel ist jenen Emittenten vorbehalten, mit denen oft gehandelt wird und wo jederzeit mehrere Kauf- und Verkaufsaufträge vorhanden sind. Beim fortlaufenden Handel wird eine Transaktion abgeschlossen, sobald zwei Transaktionen im Preis übereinstimmen, bzw. sobald der Kaufpreis dem Verkaufspreis gleich oder höher ist als dieser. Mit anderen Worten werden hier Transaktionen fortlaufend und nicht nur zum Zeitpunkt der Auktion, ausgeführt. Theoretisch wäre es also denkbar, dass jede Transaktion zu einem anderen Preis ausgeführt wird.

¹⁹² Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011.

Die Emittenten, die in den freien Markt aufgenommen worden sind, unterliegen nicht der Pflicht, ihre Geschäftsberichte offenzulegen. Sie sind ebenfalls nicht verpflichtet, sonstige Informationen, die den Preis ihrer Aktien beeinflussen können, zur Verfügung zu stellen. Die Preise ihrer Aktien werden ohne jegliche Beschränkungen gebildet.

Der Markt der SASE setzt sich aus zwei Marktsegmenten zusammen, dem Amtlichen Markt und dem Freien Markt.

Der Amtliche Markt besteht aus dem *Amtlichen Markt für Unternehmen* und dem *Amtlichen Markt für Anleihen*.

Der *Amtliche Markt für Unternehmen* gilt als das angesehenste Segment an der Börse. Auf diesem Markt wird mit den umsatzstärksten Aktien gehandelt. Die Emittenten auf diesem Markt unterliegen einer regelmäßigen Veröffentlichungs-, Mitteilungs- und Informationspflicht. Sobald ein Emittent in dieses Segment aufgenommen wird, muss die Börse und die Öffentlichkeit regelmäßig über alle Ereignisse, die seine Geschäftstätigkeit beeinflussen, informiert werden. Ein wichtiger Vorteil für die in den Amtlichen Markt aufgenommenen Emittenten ist die verminderte Möglichkeit der Kursmanipulation. Aktien können nicht zu beliebigen Kursen gehandelt werden, denn ein Aktienkurs kann nur in bestimmten Schritten steigen, bzw. sinken. Jeder neue Aktienkurs kann höchstens 10% vom letzten offiziellen Kurs abweichen.

Neben den grundsätzlichen Anforderungen müssen auch spezifische Anforderungen erfüllt werden, um in dieses Segment aufgenommen zu werden:¹⁹³

- der Emittent ist eine Aktiengesellschaft, die bei der Wertpapierkommission der FBuH registriert ist;
- der Emittent ist mindestens 3 Jahre tätig;
- revidierte Finanzberichte in den letzten drei Jahren;
- Kapitalmenge in Höhe von mindestens 4,000.000 KM (2,045.167,53 EUR);
- Börsenwert in Höhe von mindestens 2,000.000 KM (1,022.583,76 EUR);
- Free float in Höhe von mindestens 25%;
- Anzahl von mindestens 150 Aktieninhabern.

¹⁹³ Vgl. Ibid.

Falls der Markt mit einem niedrigeren Prozentsatz zufriedenstellend funktioniert, können – unter Berücksichtigung einer großen Anzahl von Aktien derselben Gattung und des Volumens der Emission – auch jene Aktien auf dem Amtlichen Markt für Unternehmen aufgenommen werden, von denen weniger als 25% öffentlich angeboten werden. Die Kommission muss dazu ihre Zustimmung erteilen.

Der *Amtliche Markt für Anleihen*, das zweite Subsegment des Amtlichen Marktes, wurde erstmals 2008 von der SASE eingeführt und ihm sind alle Anleihen zugeordnet, die zum Amtlichen Markt zugelassen sind. Dies sind insbesondere Anleihen der Föderation Bosnien und Herzegowina, Anleihen des Brčko Distriktes, Corporate Bonds und Bankanleihen.

Die Emissionstätigkeit für die Föderation Bosnien und Herzegowina übernimmt die Regierung der Föderation Bosnien und Herzegowina. Die Föderation Bosnien und Herzegowina ist hinsichtlich des Emissionsvolumens der größte Anleihenemittent in der Föderation. Es werden jedoch auch Anleihen des Brčko Distriktes gehandelt. Anleihen werden derzeit nur für die Finanzierung der Kriegsschulden und das Auftauen der eingefrorenen Devisen-Spargelder der Bevölkerung emittiert.

Der Amtliche Markt für Anleihen beinhaltet auch Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) und Bankanleihen, die zwecks Versorgung eines Unternehmens mit Kapital emittiert werden.

Voraussetzung für die Aufnahme von Anleihen:¹⁹⁴

- der Emittent ist mindestens 3 Jahre tätig;
- revidierte Finanzberichte in den letzten drei Jahren;
- der gesamte Nominalwert der verkauften Serie der Anleihen beträgt mindestens 3,000.000 KM

Die Entscheidung über die Aufnahme trifft ein Aufnahmeausschuss, der sich aus vier Experten für Finanzen und Wirtschaftsrecht und einem Vertreter der Börse zusammensetzt.

¹⁹⁴ Vgl. Ibid.

Das Verfahren der Aufnahme von Wertpapieren in den Amtlichen Markt beginnt mit der Einreichung des vorgeschriebenen Formulars durch den Emittenten, dem folgende Unterlagen beizulegen sind:¹⁹⁵

- fünf Ausfertigungen des Prospektes
- die Kopie der Urkunde über die Eintragung in das bei der Kommission geführte Register der Emittenten
- bereinigte Fassung des Statuts
- Kopien der Prüfungsberichte aus den letzten drei Jahren
- die Kopie über die Eintragung der Wertpapiere in das Emittentenregister
- Liste der zehn größten Anteilsinhaber der Wertpapiere mit ihren Anteilen; die Gesamtzahl aller Anteilshaber
- Liste der Anteile, die im Eigentum der Leitung des Emittenten sind
- Verzeichnis der Personen, welche diejenigen Dienstleistungen erbringen, die sich auf die Einführung von Wertpapieren in den öffentlichen Handel beziehen
- Nachweis der Bezahlung der Bearbeitungsgebühr

Die Präsenz auf der Börse bringt zahlreiche Vorteile für den Emittenten.

Eine erhöhte Transparenz sollte im Grunde von jedem Management verfolgt werden, denn neben einer erfolgreichen Geschäftstätigkeit ist sie eines der wichtigsten Argumente für jede ernsthafte Investition. Falls die Tätigkeit des Emittenten transparent und erfolgreich ist, falls die Investoren Vertrauen zum Management dieser Gesellschaft haben, kann der Emittent durch die Emission der Aktien neue Projekte finanzieren.

Es sind nur folgende drei Emittenten in den Amtlichen Markt aufgenommen worden:¹⁹⁶

- BSNLR Bosnalijek d.d. Sarajevo (Pharmaindustrie)
- KLASR Klas d.d. Sarajevo (Nahrungsmittelindustrie)
- SOSOR Sarajevo osiguranje d.d. Sarajevo (Versicherung)

¹⁹⁵ Vgl. Ibid.

¹⁹⁶ Vgl. Ibid.

Die SASE führt seit längerer Zeit eine umfangreiche Kampagne, um die größten Unternehmen aus der Föderation BuH dazu zu bewegen, diesem angesehenen Segment des Kapitalmarktes beizutreten.

Die Aktien der Investmentfonds werden automatisch in den Amtlichen Markt aufgenommen, und zwar in ein besonderes Subsegment: in den Amtlichen Markt für Fonds.

Derzeit befinden sich 11 Investmentfonds auf dem Markt. Der Preis der Aktien der in den Markt aufgenommenen Emittenten kann von dem offiziellen Vortagskurs höchstens –5% und +10% abweichen.

Folgende 11 Emittenten sind in den Amtlichen Markt für Fonds aufgenommen worden:¹⁹⁷

- BIGFRK3 IF „BIG Invest. gr.“ d.d. Sarajevo
- BNSFRK2 IF Bonus d.d. Sarajevo
- CRBFRK1 IF „CROBIH Fond“ d.d. Mostar
- EFNFRK1 IF Eurofond-1 d.d. Tuzla
- BSNFRK2 IF Bosfin d.d. Sarajevo
- FRTFRK1 IF Fortuna fond d.d. Bihac
- HRBFRK2 IF Herbos fond d.d. Mostar
- MIGFRK2 IF MI Group d.d. Sarajevo
- NPRFRK2 IF Naprijed d.d. Sarajevo
- PRPFRK2 IF „Prof-Plus“ d.d. Sarajevo
- PVNFRK3 IF Prevent-invest d.d. Sarajevo

Der Freie Markt

Der Freie Markt ist ein Segment, in welchem mit Wertpapieren gehandelt wird, die nicht im Amtlichen Markt gelistet sind. Diese Emittenten unterliegen einem

¹⁹⁷ Vgl. Ibid.

einfachen Zulassungsverfahren: ihre Wertpapiere werden aufgrund des Antrags der Brokerfirma aufgenommen, wenn bei dieser Firma ein Auftrag des Kunden eingeht, der betreffende Wertpapiere (ver)kaufen möchte. Der Freie Markt ist in drei Subsegmente gegliedert:¹⁹⁸

Primärer Freier Markt: In diesem Subsegment befinden sich die Aktien der 30 liquidesten Emittenten, die zwar in den Amtlichen Markt nicht aufgenommen wurden, aber alle Mitteilungs- und Informationspflichten erfüllen, im Einklang mit der Verordnung über Inhalt, Fristen und Veröffentlichung der Berichte von Wertpapieremittenten (*Pravilnik o sadržaju, rokovima i načinu objavljivanja izvještaja emitenata vrijednosnih papira*)¹⁹⁹. Als Handelsverfahren wird der „Fortlaufende Handel“ verwendet. Die Aktien der in den Primären Freien Markt aufgenommenen Emittenten werden im Verfahren des Fortlaufenden Handels gehandelt. Die höchste Abweichung vom letzten offiziellen Kurs kann maximal 20% betragen.

Sekundärer Freier Markt: Alle Emittenten des Freien Marktes werden anfangs in dieses Subsegment eingeordnet und nach der ersten Überprüfung in den Primären Freien Markt einbezogen, falls sie dessen Anforderungen erfüllen. Als Handelsverfahren wird die „Auktion“ (zwei Auktionstermine täglich, um 11:00 und 13:00 Uhr) verwendet. Die höchste Abweichung vom letzten offiziellen Kurs kann maximal 50% betragen.

Freier Markt für Emittenten im Konkursverfahren: In diesem Subsegment werden Aktien von Emittenten gehandelt, die das Konkursverfahren eröffnet haben. Die Aufnahme von Emittenten in dieses Subsegment des Freien Marktes erfolgt aufgrund der Mitteilung über die Eröffnung eines Konkursverfahrens, die im Amtsblatt der FBuH veröffentlicht wird. Als Handelsverfahren wird die „Auktion“ (ein Auktionstermin täglich um 12:00 Uhr) verwendet, wobei keine Kursbeschränkungen vorgesehen sind.

¹⁹⁸ Vodić kroz SASE, 2008.

¹⁹⁹ Službene novine Federacije BiH, Nr. 32/07.

Der Handel an der SASE wird gänzlich elektronisch, über das Electronic Trading System (BTS)²⁰⁰ getätigt, bzw. ohne persönliche Anwesenheit der Makler an der Börse selbst. Die Börsenmakler sind durch ihre Arbeitsstationen mit dem Handelssystem der Börse (BTS) verbunden. Nur staatlich genehmigte Broker und Dealer der Mitglieder der SASE können Börsengeschäfte tätigen.

Das zentrale Element des elektronischen Handels ist das elektronische Orderbuch. Das BTS-System verfügt über ein Orderbuch für Aktien aller in den Markt der SASE aufgenommenen Emittenten. Für das Ranking von Aufträgen im Orderbuch wird das Prinzip der so genannten Preis- und Zeitpriorität angewendet, d. h. die Aufträge mit einem günstigeren Preis haben höhere Priorität im Orderbuch. Falls zwei Aufträge den gleichen Preis haben, hat jener Auftrag Vorrang, der als erster ins Orderbuch eingetragen wurde. Die Reihenfolge im Orderbuch bestimmt die Reihenfolge der Ausführung von Aufträgen: die im Orderbuch höher positionierten Aufträge werden vor den niedriger positionierten ausgeführt.

Das BTS-Marktmodell für Sarajewo beinhaltet den Auktionenhandel und den Fortlaufenden Handel. Welches Handelsverfahren verwendet wird, hängt grundsätzlich von der Liquidität des Wertpapiers ab. Die Liquidität bezieht sich hier nicht auf die finanzielle Liquidität des Unternehmens, sondern auf die Liquidität von Aktien. Die Definition der Liquidität eines Symbols oder eines Marktes ist im Allgemeinen ein sehr abstrakter Begriff. Höhere Liquidität impliziert häufigen, bzw. täglichen Handel mit Aktien, mit kleinen Kursschwankungen und einer großen Anzahl von Aufträgen im Orderbuch. Geringe Liquidität auf der anderen Seite zeichnet sich aus durch geringe Intensität des Handels (sporadisch), mit großen Schwankungen der Aktienkurse und einer geringen Anzahl von Aufträgen im Orderbuch.²⁰¹

Auktionenhandel

Der Auktionenhandel wird für nicht liquide Wertpapiere durchgeführt. Bei diesem Verfahren werden zuerst alle Aufträge ins Orderbuch eingetragen und bis zum

²⁰⁰ Vgl. Hamzagic, F.: Berza i berzansko poslovanje, Vijece kongresa bosnjackih intelektualaca, Sarajevo 2001.

²⁰¹ Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011

Auktionszeitpunkt, der nicht zu einem zuvor genau bestimmten Termin stattfindet sondern variiert, nicht ausgeführt. Auch wenn die Preise mancher Aufträge möglicherweise übereinstimmen, werden die Aufträge nicht ausgeführt. Auf diese Weise wird eine größere Informationsdichte auf dem Markt gewährleistet. Das Hauptziel einer solchen Konzentration von Aufträgen ist, einer bestimmten Informationsasymmetrie (Differenz im Grad des Informiertseins) bei Investoren vorzubeugen, die bei Aktien mit geringerer Liquidität sehr ausgeprägt ist. Ein weiteres Merkmal des Auktionsverfahrens ist der Transaktionspreis, der immer dem Auktionspreis gleich ist. Der Auktionspreis wird durch das BTS bestimmt, und zwar nach dem Meistausführungsprinzip: der Auktionspreis ist der Preis, zu dem das höchste Ordervolumen ausgeführt wird, bzw. der Preis, zu dem die meisten Aktien (ver)kauft werden. Das muss eben nicht der höchste oder der niedrigste Preis aus dem Orderbuch sein. Auf dem Sekundären Freien Markt sowie auf dem Markt mit Emittenten im Konkursverfahren findet das Auktionsverfahren Anwendung, wobei auf dem Sekundären Freien Markt die Auktionen zweimal täglich stattfinden.

Fortlaufender Handel – Multi Fixing Trading Schedule (MFTS)

Beim MFTS werden Transaktionen automatisch ausgeführt, sobald die Preise des Kauf- und Verkaufsauftrags übereinstimmen. Das bedeutet, dass ein Wertpapier mehrere Preise innerhalb eines Handelstages haben kann. Der offizielle Kurs ist der gewichtete Durchschnitt aller ausgeführten Transaktionen dieses Tages, mit Ausnahme von Transaktionen, wo Kauf- und Verkaufsaufträge innerhalb desselben Brokerhauses ausgeführt worden sind (Transaktionen innerhalb eines Brokerhauses). Dieses Verfahren wird auf dem Amtlichen Markt und auf dem Primären Freien Markt angewendet. Ein weiterer Unterschied zwischen den zwei Verfahren ist die Tatsache, dass manche Arten von Aufträgen im Auktionsverfahren nicht verwendet werden können. Anlässlich der Prüfung von MFTS, wenn bestimmte Symbole vom MFTS zum Auktionsverfahren übertragen werden, unterliegen die Brokerfirmen der Pflicht, die Kunden zu kontaktieren, die Aufträge mit besonderen Ausführungsvoraussetzungen haben, denn diese Kunden müssen dann solche Aufträge entweder zurücknehmen oder abändern.²⁰²

²⁰² Vodič kroz SASE, 2008.g.

In Bezug auf die Kurse von Wertpapieren gibt es folgende Aufträge:

- **Marktdorder:** Der Auftraggeber gibt keine Limits hinsichtlich des Preises vor, anlässlich der Eintragung in das BTS wird kein Preis angegeben.
- **Limited discretionary order:** Der Auftraggeber stellt die Höchstgrenze (Kaufauftrag) und die unterste Grenze (Verkaufsauftrag) und ermächtigt den Makler, die Aufträge auszuführen, deren Preis 20% niedriger als das Limit (Kaufauftrag), oder 20% höher als das Limit ist.
- **Limitierte Order:** Der Auftraggeber legt das höchste Limit (Kaufauftrag) oder das niedrigste Limit (Verkaufsauftrag) fest, zu dem er bereit ist, die betreffenden Wertpapiere zu (ver)kaufen.

Zeitlich limitierte Order sind Aufträge mit einer zeitlichen Gültigkeitsklausel, bzw. Order, die, neben anderen erforderlichen Komponenten, noch die Zeitangabe ihrer Gültigkeit beinhalten:

- *Tagesorder* ist nur am Tag der Eintragung gültig; nach der Schließung wird das BTS alle nicht ausgeführten Tagesorder automatisch löschen.
- *GTC-Order* (open order) ist gültig, bis sie ausgeführt wird, bzw. bis sie von dem, der sie eingetragen hat, auf Anweisung des Kunden widerrufen wird. Die GTC-Order ist höchstens sechs Monate nach der Eintragung gültig; danach wird sie vom BTS automatisch gelöscht.
- *Good-till-date-order* gilt bis zu einer bestimmten Datumsgrenze, jedoch höchstens sechs Monate.

Zusätzlich qualifizierte Order sind Order, in die neben Pflichtelementen auch zusätzliche Bedingungen für einen Geschäftsabschluss, bzw. für deren Einbringung in den Markt eingetragen werden.

- *Scale order:* Durch eine einmalige Eintragung ermöglicht diese Auftragsart, dass Wertpapiere zu unterschiedlichen Preisen bis zu einem bestimmten Limit (ver)kauft werden können. Die nicht ausgeführten Aufträge bleiben im BTS mit dem Kurs des eingetragenen Auftrags.
- *Hidden volume order* (iceberg order) ist eine Order, die nicht vollumfänglich, bzw. nicht in ihrem gesamten Volumen im Markt zu sehen ist. Der Mindestwert der Order für diese Art muss 10.000 KM betragen.

Order mit besonderen Ausführungsbedingungen sind Aufträge, die neben üblichen Elementen auch eine Beschränkung in Form des minimalen für den Abschluss des Geschäftes erforderlichen Volumens beinhalten.

- *All-or-None-Order* ist ein Auftrag, der nur ausgeführt wird, wenn das gesamte Volumen an Aufträgen ausgeführt wird.
- *Minimum volume order* wird nur ausgeführt, wenn die erste Transaktion einen Wert von 1.000 KM oder mehr hat; der Rest der Aufträge wird zu Limitorder.
- *Complete volume order* ist ein Auftrag mit dem Mindestwert aller abgeschlossenen Transaktionen dieses Tages von mindestens 1.000 KM.

Außerordentliche Auktionen sind eine Form des Handels auf der Börse, die von Staaten, Investmentfonds und sonstigen Investoren in Anspruch genommen werden können, um Wertpapiere zu verkaufen. Für Investoren, die weder ein Staat noch ein Investmentfonds sind, besteht eine Beschränkung: Das angebotene Volumen muss mindestens 5% aller emittierten Wertpapiere des betreffenden Emittenten darstellen. Die Börse informiert die Marktbeteiligten und die gesamte Öffentlichkeit über Details: Auktionstermin, Anbieter, Preis und Menge der Wertpapiere. Bei dieser Handelsform erhält das Symbol des gehandelten Wertpapiers einen Zusatz, der darauf hinweist, dass es sich um eine außerordentliche Auktion handelt.

Den Verkäufern stehen drei Arten der außerordentlichen Auktionen zur Auswahl:²⁰³

Methode 1: Einmalige Auktion, bei der lediglich Kaufaufträge für das gesamte Volumen berücksichtigt werden.

Methode 2: Einmalige Auktion, bei der Kaufaufträge auch für niedrigere Mengen zulässig sind.

Methode 3: Verkauf eines Aktienpakets im MFTS-Verfahren. Hierbei ist es wichtig zu betonen, dass der in der Auktion erreichte Preis dem offiziellen Kurs des betreffenden Wertpapiers nicht zugeschrieben wird.

²⁰³ Ibid.

Öffentliche Angebote von Wertpapieren können seit kurzem auch auf der SASE veranstaltet werden. Die Börse ist per definitionem ein sekundärer Kapitalmarkt, bietet aber zahlreiche Vorteile im Falle eines primären öffentlichen Angebots. Das öffentliche Angebot läuft durch ein Brokerhaus, das den Verkaufsauftrag des Emittenten einträgt. Die Eintragung von Wertpapieren erfolgt mit den ausgestellten Kaufaufträgen aller Brokerhäuser. Die eingesetzten Methoden: *Order Collection at Fixed Price* und *Order Collection at Varying / Multiple Price*.

Order Collection at Fixed Price: Hierbei wird der Verkaufsauftrag am ersten Eintragungstag eingetragen; danach ist es möglich, Kaufaufträge einzutragen. Die Transaktionen werden bis zum letzten Eintragungstag nicht getätigt, bzw. warten bis zum Zeitpunkt, da die Transaktionen abgeschlossen werden sollen. Dann bestimmt das BTS einen einheitlichen Preis für die Transaktionen.

Order Collection at Varying / Multiple Price: Hierbei wird der erste Tag der Eintragung durch die Entscheidung des Emittenten festgelegt. Die Kaufaufträge werden bis zum letzten Eintragungstag, bzw. bis zum Zeitpunkt der Eintragung des Verkaufsauftrags eingetragen. Danach werden die Transaktionen zu Preisen aus den Kaufaufträgen, welche die Preis- und Mengevoraussetzungen erfüllen, getätigt.

Ein öffentliches Angebot auf der Börse gilt als ein Eintragungsverfahren, das moderner und transparenter ist als das herkömmliche, wo die Eintragung durch die Unterzeichnung einer Eintragungserklärung bei der Depotbank erfolgt.²⁰⁴

5.4. Börsenindizes

Ein Index ist ein statistischer Indikator, der die Lage auf dem Markt von bestimmten Aktiva aufzeigt, deren Marktwerte ermittelt werden können. Wenn es sich um Börsenindizes handelt, dann sind Aktiva Aktien einer bestimmten Emittentengruppe. Die grundsätzliche Aufgabe eines Index ist, dem durchschnittlichen Investor oder einem anderen Interessierten zu ermöglichen, globale Entwicklungen auf diesem Marktsegment zu beurteilen. Im Grund genommen vergleicht ein Index die aktuelle

²⁰⁴ Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011

Marktkapitalisierung (Marktwert) der Indexsegmente mit der Marktkapitalisierung derselben Emittenten in der Anfangsphase (Basis).²⁰⁵

Indizes können unterschiedlich klassifiziert werden:

Deckung des Marktes als Kriterium:

- Sektorindex: Unternehmen aus einem bestimmten Industriesektor
- Nationale Indizes: Aktienpreise von Unternehmen eines Staates
- Regionaler Index: Aktienpreise der wichtigsten Unternehmen aus einer Region, beispielsweise aus Zentral- und Südeuropa
- Globaler Index: Dieser Index deckt die größten Unternehmen weltweit.

Behandlung von Dividenden als Kriterium:

- Preisindex: Dividenden werden nicht berücksichtigt, lediglich Aktienpreise beeinflussen die Entwicklung des Index.
- Performance-Index: Vorausgesetzt, dass ausgeschüttete Dividenden in den Index reinvestiert werden, beeinflussen hierbei sowohl Aktienpreise als auch Dividendenausschüttungen den Index (durch Erhöhung der Marktkapitalisierung).

Zweck als Kriterium:

- Tradable-Index: Diese Indizes beziehen sich nur auf die liquidesten und die umsatzstärksten Unternehmen eines Sektors oder eines Marktes, weswegen sie eine gute Grundlage für die Ausstellung von Derivaten und strukturierten Produkten sind.
- Benchmark-Index: Der grundlegende Zweck dieser Indexart ist, alle Trends, bzw. Entwicklungen auf einem Markt zu zeigen, wobei auf die Preisentwicklung von Emittenten mit der höchsten Marktkapitalisierung zurückgegriffen wird.

²⁰⁵ Ćosić, B. / Jorgić B. / Pujić, D.: Berza hartija od vrijednosti i berzansko poslovanje, JTK Beograd, Beograd, 1991, S. 195.

Berechnungsmethode als Kriterium:

- Preisgewichtete Indizes: Jedes konstituierende Element des Index hat einen bestimmten Einfluss auf die Entwicklung des Index.
- Kapitalisierungsgewichteter Index (market capitalization weighted)
- Preis einzelner Aktien als Gewichtung
- Nicht gewichtete Indizes: Jedes konstituierende Element des Index hat den gleichen Einfluss auf den Index.

Anpassung der Indexbeteiligung einzelner Emittenten als Kriterium:

- Index mit angepasster Beteiligung: Jeder Emittent hat einen maximalen Prozentsatz an Indexbeteiligung (beispielsweise 10% oder 20%). Dieser Index wird angewandt, um den übermäßigen Einfluss des einen oder mehrerer Emittenten auf den gesamten Index auszuschließen. Die Indexbeteiligung einzelner Emittenten wird auf einen festen Anteil beschränkt; die Beteiligung kleinerer Emittenten wird erhöht.
- Index ohne Beteiligungsanpassung: Hier beeinflusst jeder Beteiligte den Index, und zwar im Verhältnis zu der eigenen Marktkapitalisierung.

Die SASE hat drei Aktienindizes entwickelt. Bei jedem dieser Indizes handelt es sich um Kursindizes, wobei eines der wichtigsten Unterscheidungskriterien die Art und Weise der Berechnung ist. Zwei dieser Indizes, hierzu gehören BIFX und SASX-10, sind kapitalisierungsgewichtete Indizes und berücksichtigen die Marktkapitalisierung als Gewichtung. Der dritte Index, SASX-30, ist ein preisgewichteter Index, bei dessen Berechnung die Anzahl der Aktien als Gewichtung verwendet wird.

Sämtliche Indizes werden täglich berechnet und auf der Homepage der SASE und in der Presse veröffentlicht.

Der Bosnian Investment Fund Index (BIFX)

Der BIFX wurde als erster Aktienindex von der Arbeitsgemeinschaft der SASE entwickelt und am 28. April 2003 eingeführt. Für den 28. Mai 2002 ist er auf 1.000

Indexpunkte normiert worden.²⁰⁶ Der BIFX umfasst die Aktien der 11 bosnischen Investmentfonds, die ehemaligen Privatisierungsfonds, die an der SASE gehandelt werden. Er spiegelt deren Wertentwicklung wider und gilt daher als Indikator für die Entwicklung des Investmentfondsmarktes.

Der BIFX wird nach der Marktkapitalisierung der gelisteten Investmentfonds gewichtet und enthält keine Dividendenzahlungen und Bezugsrechtserlöse. Berechnet wird der Index nach folgender Formel:²⁰⁷

$$BIFX(t) = \frac{\sum_{i=1}^n p_{i,t} * q_{i,R}}{\sum_{i=1}^n p_{i,0} * q_{i,R}} * 1.000 * c_T$$

$p_{i,t}$ aktueller Aktienkurs des Investmentfonds (i) zum Zeitpunkt (t)

$p_{i,0}$ Anfangskurs des Investmentfonds zum Zeitpunkt (t=0)

$q_{i,R}$ Anzahl der Aktien des Investmentfonds (i) zum Berechnungszeitpunkt

C_t Korrekturfaktor

Die Funktion des Korrekturfaktors C_t besteht darin, die Indexkontinuität nach erfolgten Neuberechnungen zu gewährleisten. Der Anfangswert des Korrekturfaktors (C_0) beträgt 1 und sein Wert wird nach der Indexneuberechnung folgendermaßen berechnet:²⁰⁸

$$C_t = C_{t-1} * \frac{\text{alter Indexwert}}{\text{neuer Indexwert}}$$

Die Zusammensetzung des BIFX unterliegt einer außerordentlichen Überprüfung, wobei eine Anpassung nur in folgenden Fällen stattfindet: Aufnahme eines neuen Investmentfonds in den Index, Streichung eines vorhandenen Investmentfonds aus dem Index oder Erhöhung des Streubesitzes eines Emittenten um mehr als 10%.²⁰⁹

²⁰⁶ Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011

²⁰⁷ Vgl. Metodologija indeksa BIFX in: www.sase.ba

²⁰⁸ Vgl. Ibid.

²⁰⁹ Vgl. Ibid.

Die Berechnung und Veröffentlichung des BIFX erfolgt werktags. Falls es keinen Handel mit einzelnen Aktien aus dem Indexportfolio geben sollte, wird zur Ermittlung des BIFX der zuletzt vorliegende Kurs der jeweiligen Aktien herangezogen.²¹⁰

Tabelle 4: Anteil der Emittenten am BIFX zum 28. Mai 2002

	Emittenten	Anteil am BIFX
1	IF BIG D.D. SARAJEVO	25,63%
2	IF BONUS D.D. SARAJEVO	6,15%
3	IF BOSFIN D.D. SARAJEVO	7,74%
4	IF CROBIH FOND D.D. MOSTAR	6,41%
5	IF EUROFOND-1 D.D. TUZLA	7,75%
6	IF FORTUNA FOND D.D. BIHAĆ	4,70%
7	IF HERBOS FOND D.D. MOSTAR	5,86%
8	IF MI-GROUP D.D. SARAJEVO	11,56%
9	IF NAPRIJED DD SARAJEVO	10,23%
10	IF PROF-PLUS D.D. SARAJEVO	10,40%
11	IF PREVENT- INVEST D.D. SARAJEVO	3,52%

Quelle: Eigene Darstellung.²¹¹

Der Sarajevo Stock Exchange Index 10 (SASX-10)

Der SASX-10 wurde erstmals am 6. Februar 2005 veröffentlicht. Zum 31. Dezember 2004 hatte der Index einen Basisstand von 1.000 Punkten.²¹² Er besteht aus zehn Aktien, die aus den größten Titeln des Freien Aktienmarktes ausgewählt werden. Mit seiner Hilfe werden die Änderungen der Aktienpreise der zehn größten Firmen auf dem Markt (mit Ausnahme der Fonds) verfolgt (Maßstab: Marktkapitalisierung und Häufigkeit des Handelns).

Der SASX-10 ist kein Index, der nur auf ein Marktsegment beschränkt ist. Hierzu gehören die Firmen sowohl aus dem Amtlichen als auch aus dem Freien Markt der SASE. Die regelmäßige Prüfung des Index SASX-10 wird zweimal pro Jahr durchgeführt. Ein weiteres Spezifikum bei diesem Index ist ein Limit für die

²¹⁰ Vgl. Ibid.

²¹¹ Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011.

²¹² Vgl. Ibid.

Beteiligung eines Emittenten, das 20% beträgt (Index mit einer angepassten Beteiligung). Auf diese Weise wird versucht, den Einfluss großer Firmen auf den Wert des Index zu unterbinden. Die Berechnung von SASX-10 begann am 1. Jänner 2005, mit einem Basiswert von 1.000 Indexpunkten.

Der SASE obliegt die Verantwortung für die Festsetzung der Zusammensetzung des Index. Das primäre Ziel dabei ist es, sicherzustellen, dass die vorstehend aufgeführten Kriterien des Index erfüllt werden. Die Anpassung der Indexzusammensetzung erfolgt im Rahmen von regelmäßigen und außerordentlichen Überprüfungen.

Regelmäßige Überprüfungen werden halbjährlich vorgenommen. Sie finden am ersten Freitag im Juli und im Januar nach Handelsschluss statt und treten am nächsten Arbeits-Montag in Kraft. Der für die Berechnung zugrunde liegende Zeitraum berücksichtigt die letzten 12 Monate. Die Anpassung der Marktkapitalisierungs-Werte wird an zwei Terminen innerhalb eines Jahres vorgenommen, zum 30. Juni und 31. Dezember.²¹³

Die SASE führt außerordentliche Überprüfungen nur in Ausnahmefällen durch, wie zum Beispiel bei sehr großen Marktveränderungen infolge von Kapitalmaßnahmen. Um die Stabilität des Indexes zu gewährleisten und häufige minimale Änderungen der Gewichtung zu vermeiden, wird eine Anpassung nur dann vorgenommen, wenn die Veränderung bei der Aktienzahl größer als 10% ist.²¹⁴

Informationen bezüglich der sich aus den Überprüfungen ergebenden Index-änderungen (Zusammensetzung, Gewichtung etc.) werden auf der Internetseite der SASE veröffentlicht.

²¹³ Vgl. Metodologija indeksa SASX-10 in: www.sase.ba

²¹⁴ Vgl. Ibid.

Tabelle 5: Anteil der Emittenten am SASX-10 zum 1. Februar 2011

	Emittent	Anteil am SASX-10
1	BH Telecom d.d. Sarajevo	20,00%
2	JP Elektroprivreda BiH d.d. Sarajevo	20,00%
3	JP Elektroprivreda HZHB Mostar	19,53%
4	Hrvatske Telekomunikacije d.d. Mostar	12,50%
5	Bosnalijek d.d. Sarajevo	4,95%
6	Fabrika duhana Sarajevo d.d. Sarajevo	4,25%
7	Energoinvest d.d. Sarajevo	3,18%
8	Energopetrol d.d. Sarajevo	2,96%
9	IK Banka d.d. Zenica	1,18%
10	Tvornica Cementa Kakanj d.d. Kakanj	11,46%

Quelle: Eigene Darstellung.²¹⁵

Die Berechnung des SASX-10 erfolgt anhand derselben Formel, die zur Feststellung des BIFX verwendet wird (siehe Seite 132). Der Index wird an Werktagen berechnet. Falls es keinen Handel mit einzelnen Aktien aus dem Indexportfolio geben sollte, wird zur Ermittlung des BIFX der zuletzt vorliegende Kurs der jeweiligen Aktien herangezogen.²¹⁶

Der Sarajevo Stock Exchange Index 30 (SASX-30)

Im Unterschied zu SASX-10 und BIFX, handelt es sich bei diesem Index um einen preisgewichteten (price weighted) Index, bei dem im Gegensatz zu den vorher erwähnten zwei Indizes nicht die Marktkapitalisierung zur Gewichtung verwendet wird, sondern die Anzahl der Indexbestandteile. Bei einem nicht gewichteten, bzw. preisgewichteten Index hat jeder Beteiligte den gleichen Einfluss auf die Entwicklung des Index, ungeachtet der Marktkapitalisierung der einzelnen Emittenten. SASX-30 zeigt, welchen Gewinn ein Investor aus den eingelegten Mitteln erzielen würde, wenn er in jedes am Index beteiligten Unternehmen den gleichen Geldbetrag investierte. Zum 31. März 2009 hatte der Index einen Basisstand von 1.000 Punkten.²¹⁷ SASX-

²¹⁵ Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011.

²¹⁶ Vgl. Metodologija indeksa SASX-10 in: www.sase.ba

²¹⁷ Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011.

30 wird in realer Zeit ausgerechnet und veröffentlicht, während die Verteilung über die Website erfolgt.

Die gleiche Gewichtung aller Indexbeteiligten macht SASX-30 zu einem Indikator der „allgemeinen Stimmung“ auf diesem Segment des Marktes der SASE. Die Berechnung und Veröffentlichung dieses Indexes begann am 1. April 2009.

Berechnet wird der SASX-30 nach folgender Formel:²¹⁸

$$I_t = I_{t-1} \times \left\{ 1 + \frac{\left[\sum_{i=1}^n \left[\frac{P_{t,i}}{P_{t-1,i}} - 1 \right] \right]}{n} \right\}$$

t Handelstag

n Anzahl der Indexbestandteile (n=30)

i Anzahl der Aktien des Emittenten i, i=1,..., n

I_t Wert des SASX-30 zum Zeitpunkt t (aktueller Wert); $I_0 = 1.000$

I_{t-1} Wert des SASX-30 in der Vorperiode

$P_{t,i}$ Aktienpreis zum Zeitpunkt t

$P_{t-1,i}$ Aktienpreis zum Zeitpunkt t-1

Die Berechnung des SASX-30 erfolgt anhand der Aufsummierung einzelner Aktienkurse und der anschließenden Division durch die Anzahl der Indexbestandteile, wobei er nicht durch Kapitalmaßnahmen angepasst wird. Der Index wird an Werktagen berechnet. Falls es keinen Handel mit einzelnen Aktien aus dem Indexportfolio geben sollte, wird zur Ermittlung des SASX-30 der zuletzt vorliegende Kurs der jeweiligen Aktien herangezogen.²¹⁹

Der SASX-30 wird auf der Internetseite der SASE und in den Medien veröffentlicht. Die Anpassung der Indexzusammensetzung erfolgt im Rahmen von regelmäßigen und außerordentlichen Überprüfungen.

²¹⁸ Vgl. Ibid.

²¹⁹ Vgl. Ibid.

FIRST-Projekt und Index BATX

Ende 2008 wurde das Projekt FIRST eingeleitet, wodurch ein Fundament für den ersten Index des Kapitalmarktes von ganz Bosnien und Herzegowina gelegt wurde. Der erste Schritt waren detaillierte Analysen und Abstimmungen zwischen den Börsen in Wien, Sarajevo und Banja Luka (Wien, den 5.11.2009); danach (1.12.2009) begann die Börse in Wien mit der Berechnung des ersten einheitlichen Index des Kapitalmarktes für Bosnien und Herzegowina BATX. Die Besonderheit dieses Index ist, dass er Unternehmen aus beiden bosnisch-herzegowinischen Entitäten (4 aus der FBuH, 2 aus der RS) umfasst. Eine weitere Besonderheit ist seine Ausgestaltung, wodurch die Ausstellung von auf dem Index basierten strukturierten Produkten und Derivaten möglich wurde. Obwohl der Handel mit den auf diesem Index basierten Produkten nicht an der Börse von Sarajevo stattfinden wird, ist die Bedeutung dieses Index für die Liquidität bosnischen Marktes riesig, denn jeder Wertpapieremittent muss seine Positionen mit den Kauf einer entsprechenden Anzahl von Aktien auf dem einheimischen Kapitalmarkt decken.²²⁰

5.5. Marktinstrumente

Der bosnische Kapitalmarkt ist verglichen mit anderen Kapitalmärkten noch relativ jung und wurde durch die nach der Beendigung des Krieges vorgenommenen Privatisierungstätigkeiten installiert. Deswegen waren die ersten Marktinstrumente, die an der SASE gehandelt wurden, Aktien von Privatisierungsfonds und Aktiengesellschaften, bei denen eine Privatisierung eingeleitet wurde. Seit 2008 werden auch Anleihen an der SASE gehandelt.

Anleihen

Bei den ersten Anleihen, die in der Föderation Bosnien und Herzegowinas emittiert wurden, handelte es sich um Bankanleihen. In der zweiten Jahreshälfte 2008 wurden insgesamt 100.000 Anleihen der Unicredit Zagrebacka Bank d.d. zum Nominalwert

²²⁰ SASE-Izvještaj o radu za 2009.g.

von 1.000.000 KM (511.291,88 EUR) emittiert.²²¹ Bereits 2009 folgten andere Aktiengesellschaften dieser Finanzierungsform und boten Unternehmensanleihen an. Im selben Jahr wurden auch Anleihen der Föderation Bosnien Herzegowinas emittiert, um die Rückzahlung der Kriegsschulden und der eingefrorenen Devisen-Spargelder der Bevölkerung über den Kapitalmarkt zu finanzieren.²²²

Trotz der Möglichkeit, Anleihen zu emittieren, hat sich auch im nächsten Jahr nicht besonders viel verändert. In Bosnien und Herzegowina wird die Finanzierung über den Kapitalmarkt weiterhin zu wenig genutzt. Die meisten Gesellschaften greifen bei ihrer Finanzierungsstrategie allzu oft auf den Kreditmarkt zurück, obwohl die Kapitalzufuhr in Form von Fremdkapital durch die Aufnahme von Bankkrediten wegen der zu hohen Zinsen ungünstig ist.

Der Umsatz, der mit dem Handel von Anleihen erreicht wurde, belief sich 2009 erst auf 195.385,51 KM (99.899,02 EUR), was noch nicht einmal 0,1% des gesamten Umsatzes an der SASE ausmacht.²²³ 2010 war jedoch ein drastischer Anstieg zu verzeichnen. Es wurde ein Umsatz mit Anleihen in Höhe von 26.040.125,24 KM (13.314.104,62 EUR) erreicht, was in etwa 24% des gesamten Umsatzes der SASE entspricht.²²⁴ Diese Umsatzsteigerung kann jedoch nicht der erhöhten Kapitalmarktfinanzierung von Gesellschaften, sondern der vom Staat, bzw. der Föderation Bosnien und Herzegowinas, angerechnet werden.

Vielleicht ergeben sich in den nächsten Jahren positive Veränderungen, denn der Bankensektor wird in den kommenden Jahren eher restriktiv sein, wodurch die Kreditkonditionen noch schlechter werden dürften. Es bleibt zu hoffen, dass sich bosnische Gesellschaften dann unabhängiger von Bankkrediten machen werden und sich künftig mehr über den Kapitalmarkt finanzieren.

²²¹ Vgl. Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2008, Sarajevo 2009, S. 1.

²²² Vgl. Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2009. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2010, S. 4.

²²³ Vgl. Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2009, Sarajevo 2010, S. 3.

²²⁴ Vgl. Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2010, Sarajevo 2011, S. 4.

Aktien

Aktien von Privatisierungsfonds waren die ersten Marktinstrumente, die an der neu entstandenen Börse gehandelt wurden. Privatisierungsfonds wurden im Zuge der Privatisierung in Bosnien und Herzegowina gegründet und fungierten ausschließlich als Sammelstelle für Zertifikate der Bevölkerung in der Massenprivatisierung, die wiederum in Gesellschaftsanteile umgewandelt wurden.

Privatisierungsfonds sind geschlossene Fonds mit gewissen Besonderheiten, die sie von Investmentfonds unterscheiden. Bei den Privatisierungsfonds in Bosnien und Herzegowina handelt es sich um Aktiengesellschaften, die an der Börse gehandelt werden und deren Portfolios von Managementgesellschaften verwaltet werden.

Erste Gesellschaften für Fondsverwaltung wurden 2001 gegründet. In diesem Jahr hatte die Wertpapierkommission insgesamt 12 Gesellschaften für Fondsverwaltung zugelassen, die sofort anfangen, Zertifikate von Bürgern einzusammeln und zu registrieren.²²⁵ Interessanterweise betrug der Anteil des ausländischen Kapitals an den Gesellschaften ca. 30%; hauptsächlich waren dies Investoren aus Slowenien und Kroatien.

Für die Gründung eines Privatisierungsfonds war der minimale Wert an Zertifikaten in Höhe von 200 Mio. KM (102,26 Mio. EUR) vorgeschrieben. 11 Gesellschaften für Fondsverwaltung gelang es, diese Voraussetzung zu erfüllen. So konnten 11 Privatisierungsfonds gegründet werden. Etwa 400.000 volljährige Bürger der Föderation von Bosnien und Herzegowina registrierten ca. 4,5 Mrd. KM (2,3 Mrd. EUR) an Zertifikaten in Privatisierungsfonds. Im Rahmen von drei Eintragungen 2001 und 2002 konnten die Privatisierungsfonds ihre registrierten Zertifikate gegen Aktien der Unternehmen tauschen. Nach der Eintragung von Aktien erwarben die Privatisierungsfonds insgesamt 1,9 Mrd. KM (973,4 Mio. EUR) an Kapital in Form von Aktien in 471 Unternehmen. Aber es bestehen nach wie vor große Unterschiede zwischen den Portfolios von Privatisierungsfonds, sowohl hinsichtlich der Struktur der Investitionen als auch hinsichtlich der Anzahl der Unternehmen. Der Privatisierungsfonds, der das vielfältigste Portfolio hat, verteilte sein Vermögen auf 155 Unternehmen, während der Privatisierungsfonds mit dem kleinsten Portfolio

²²⁵ Vgl. Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2001. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2002, S. 16.

Kapital an lediglich 23 Unternehmen besitzt. In manchen Unternehmen beträgt der Anteil der Fonds am Kapital der Gesellschaft über 50%.²²⁶

Der Handel mit Aktien der Privatisierungsfonds spielte eine große Rolle in der Entwicklung des Kapitalmarktes. Doch konnten die Folgen, die der Krieg auf teilweise und vollkommen privatisierte Unternehmen und deren wirtschaftliche Effizienz hinterließ, nicht einfach beseitigt werden.

Die Einführung von Privatisierungsfonds und Gesellschaften für Fondsverwaltung erweckte neue Hoffnung auf eine Umorganisation und Umstrukturierung der damals bestehenden Gesellschaften, an denen die Fonds ihre Anteile hatten. Für Unternehmen war es wichtig, sich auf wirtschaftliche Indikatoren wie Gewinn und Liquidität zu orientieren, um einen Mehrwert für die Aktionäre zu erzielen. Für die Gesellschaften für Fondsverwaltung als institutionelle Investoren galt es, durch ihren Einfluss auf das Management eine korrigierende Wirkung zu erzielen. Auf der anderen Seite stand für die Gesellschaften für Fondsverwaltung im Vordergrund, das Eigentum ihrer Gesellschaften so zu verwalten, dass sie neue Wertpapiere kaufen oder Wertpapiere aus dem eigenen Portfolio verkaufen können, um eine möglichst hohe Wirksamkeit der Fonds zu erreichen.

Die Realität sieht aber ganz anders aus: die Gesellschaften für Fondsverwaltung konnten diesen Erwartungen nicht gerecht werden. In der Tat glänzten die Gesellschaften für Fondsverwaltung durch ihre passive Haltung. Zum einen gaben diese institutionellen Investoren ihren Einfluss auf die Verwaltung von Gesellschaften auf, zum anderen – was noch wichtiger ist – hatten sie keine wirksame Investitionsstrategie, um die Erträge der Fonds zu erhöhen. Ihr alleiniges Interesse war, die Verwaltungsgebühr einzutreiben, die ohnehin zu hoch war. Außerdem waren die Geschäftsergebnisse der Privatisierungsfonds nicht positiv: die Kosten überstiegen die Erträge der Fonds. Damit die Gesellschaften für Fondsverwaltung weiter ihre Verwaltungsgebühren einziehen konnten, mussten sie oft Aktien aus den Portfolios ihrer Fonds verkaufen.

Alle Privatisierungsfonds wurden nach abgeschlossener Privatisierung innerhalb einer gesetzlich vorgeschriebenen Frist zu Investmentfonds. Die Vorschrift über die

²²⁶ Vgl. Izveštaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2002. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2003, S. 10–11.

Transformation von Privatisierungsfonds in Investmentfonds sah eine allmähliche Umwandlung vor: maximale Anteile an Gesellschaften wurden vorgeschrieben; diese hätten in einem bestimmten Zeitraum gesenkt werden sollen. Jeder Privatisierungsfonds musste sein Investmentportfolio den Anteilsbeschränkungen anpassen; der Überschuss wurde auf der Börse angeboten.

Bis Ende Juni 2008 mussten alle Fonds folgende Anforderungen erfüllen, um zu Investmentfonds umgewandelt zu werden.²²⁷

- ein Fonds kann höchstens 5% seines Eigentums in die Wertpapiere eines Emittenten investieren
- ein Fonds kann maximal bis zu 10% der emittierten Wertpapiere eines Emittenten halten, die mit ihm verbundenen Personen eingeschlossen

In der Zwischenzeit wurden alle 11 Privatisierungsfonds in Investmentfonds umgewandelt.

Offene Investmentfonds

Das Pendant zu geschlossenen Investmentfonds sind die Investmentfonds, die auf dem Grundsatz „open-end“ basieren. Dies bedeutet, dass die Anzahl von Anteilen und Eigentümern unbeschränkt ist, und nach Bedarf neue Anteile ausgegeben, bzw. ausgegebene Anteile wieder zurückgenommen werden können. Im Gegensatz dazu ist die Anzahl der Aktien bei einem geschlossenen Investmentfonds im Voraus bestimmt, und der Kauf neuer oder Verkauf von Aktien kann nur über die Börse abgewickelt werden, falls Kauf- oder Verkaufsaufträge vorhanden sind. Vom rechtlichen Standpunkt unterscheiden sich offene und geschlossene Investmentfonds darin, dass bei offenen Fonds das Geld von Investoren ein besonderes Vermögen darstellt. Bei geschlossenen Fonds handelt es sich um Aktiengesellschaften.

Außerdem unterliegen die beiden Arten der Investmentfonds dem Gesetz für Investmentfonds.²²⁸ Registrierung, Form und Aktivitäten der beiden Arten der Investmentfonds sind darin geregelt. Die beiden Fondsarten werden von einer Gesellschaft für Fondsverwaltung verwaltet und von der Wertpapierkommission

²²⁷ Vgl. Pravilnik o nacinu transformacije privatizacionog investicionog fonda u investicioni fond („Službeni novine FBiH“, br. 55 od 14 septembra 2005, 29/06, 80/06, 93/07)

²²⁸ Vgl. *Zakon o investicijskim fondovima*, Službeni novine FBiH, Nr. 85/08.

geregelt. Die Aktivitäten der beiden Arten der Fonds sind ähnlich und basieren vorwiegend auf den Richtlinien für europäische Fonds, insbesondere hinsichtlich der Registrierung, den Investierungsbeschränkungen, der Veröffentlichungspflicht und den Beurteilungsmethoden.

Die beiden ersten Investmentfonds wurden 2007 durch die Wertpapierkommission der FBuH zugelassen. Ende 2010 waren bereits vier Investmentfonds als Investierungsmöglichkeit verfügbar. Die Grundsätze der Risikoverteilung und Geldverteilung (Verteilung auf unterschiedliche Kapitalanlagen) werden durch das Gesetz vorgegeben. Da der Markt von Bosnien und Herzegowina relativ klein ist, musste gewährleistet werden, dass die Mittel der Fonds auch in ausländische Anlagen investiert werden können. In der Praxis wurde das noch nicht umgesetzt. Von vier bestehenden Investmentfonds hat nur einer im Ausland investiert.

Positiv zu beurteilen ist aber die Tatsache, dass die Mittel der Fonds ebenfalls über die Börse in Banja Luka investiert werden. Weiters ist zu betonen, dass die Investierungsstrategie bei offenen Fonds dazu beigetragen hat, dass das Interesse an Aktien gestiegen ist.

Das Fondsvermögen wird professionell verwaltet vom Fondsmanagement der Gesellschaften für Fondsverwaltung, deren obligatorische Kontrollorgane neben der Wertpapierkommission auch Prüfer, der Aufsichtsrat und die Depotbank sind. Die Depotbank ist das wichtigste Überwachungsorgan für das Fondsmanagement, weil sie die Aktivitäten täglich verfolgt. Die Beurteilung des Fonds liegt in der Zuständigkeit der Gesellschaft für Fondsverwaltung, während die Depotbank die Ermittlung des Wertes des Fondseigentums kontrolliert. Das Eigentum eines Fonds wird aufgrund der täglichen Marktpreise ermittelt, und zwar aufgrund des Netto-Wertes des Eigentums – Net Asset Value – abzüglich Verwaltungsgebühren und sonstiger Abgaben. Der Wert der Aktie wird ermittelt, indem das gesamte Fondsvermögen durch die Gesamtzahl der emittierten Aktien geteilt wird.

Außerdem prüft die Depotbank die Gesellschaft für Fondsverwaltung hinsichtlich der Übereinstimmung mit dem Prospekt, den definierten Einlagebeschränkungen sowie hinsichtlich der Ermittlung der Fondsanteile im Falle der Emission und des Abkaufs

der Anteile. Die Depotbank ist darüber hinaus für den Zahlungsverkehr und die Abwicklungen von Wertpapierkäufen, bzw. -verkäufen im Ausland zuständig.

Laut Gesetz für Investmentfonds muss die Depotbank von der Gesellschaft für Fondsverwaltung unabhängig sein. Falls die Gesellschaft für Fondsverwaltung im Eigentum einer Bank ist, kann die Gesellschaft für Fondsverwaltung ihre Muttergesellschaft nicht als Depotbank bestimmen – um einem Interessenskonflikt vorzubeugen.

5.6. Marktkapitalisierung

Die Marktkapitalisierung zeigt – bei dieser relativ kleinen Volkswirtschaft war es nicht anders zu erwarten – eine geringe internationale Bedeutung der SASE selbst innerhalb der Transformationsländer. Die Marktkapitalisierung an der SASE beträgt 3,69 Mrd. EUR (Stand 31.12.2010). Im Vergleich dazu lag die Marktkapitalisierung Ende 2007 noch bei 7,93 Mrd. EUR.²²⁹

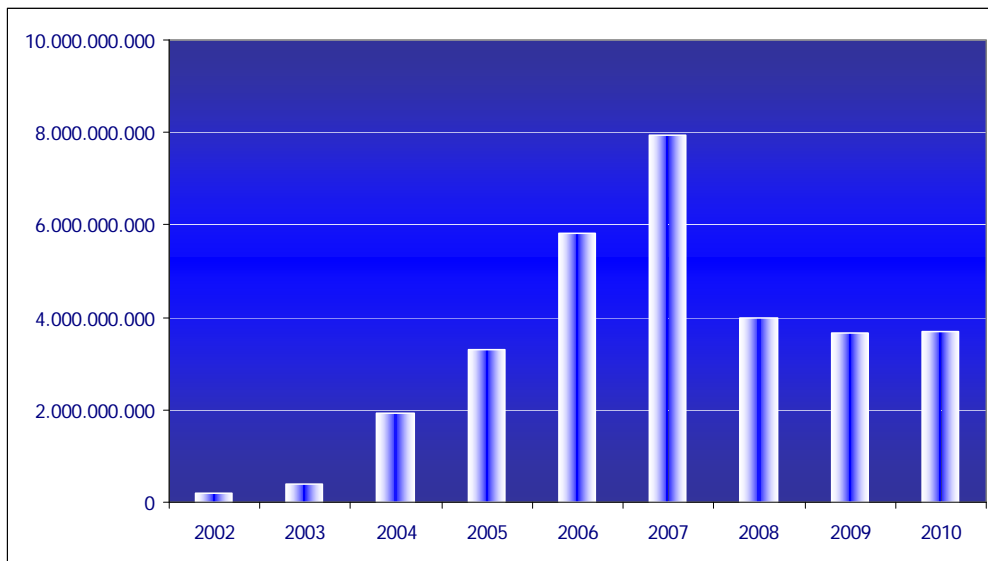
Die beeindruckende Zunahme der Marktkapitalisierung in den Jahren 2004 bis 2007 ist besonders auf zwei Umstände zurückzuführen: Die Aufnahme neuer Emittenten, deren Privatisierung noch nicht abgeschlossen war, wodurch sie besonders für ausländische Investoren interessant waren, was wiederum zur Werterhöhung der Aktien in nur kürzester Zeit geführt und zur Steigerung der Marktkapitalisierung beigetragen hat.

Es lassen sich einige Branchen herausfiltern, die von besonderem Interesse für ausländische Investoren waren und heute hauptsächlich von ausländischem Kapital geprägt sind. Dazu gehört in erster Linie der Finanzsektor, der vor allem österreichische Investoren angezogen hat. Die ausländischen Investitionen in den Finanzbereich haben besonders dazu beigetragen, die Marktkapitalisierung an der SASE im positiven Sinne zu beeinflussen, denn die erhöhte Nachfrage nach Aktien hat die Aktienpreise in die Höhe getrieben, wodurch sich auch die Marktkapitalisierung in kurzer Zeit (von 2004–2007) vervierfacht hat. Die letzte Bank-Übernahme vollzog sich im Jahr 2007. Es handelte sich dabei um die in Sarajevo

²²⁹ Vgl. www.sase.ba, Stand: 1. Februar 2011

ansässige ABS Banka d.d., die zu fast 97% von der Steiermärkischen Bank und Sparkassen AG übernommen wurde. In diesem Jahr erreichte diese Übernahme mit etwa 38,42 Mio. EUR den viertgrößten Umsatz an der SASE.²³⁰ Es können jedoch auch andere für ausländische Investoren interessante Bereiche hervorgehoben werden, wie beispielsweise Telekommunikation oder die Pharma-, Energie- und Baustoffindustrie.

Abbildung 1: Grafische Übersicht der Marktkapitalisierung an der SASE 2002–2010



Quelle: Eigene Darstellung. Marktkapitalisierung in EUR²³¹

Tabelle 6: Tabellarische Übersicht der Marktkapitalisierung an der SASE 2002–2010

Marktkapitalisierung in EUR	
2002	199.235.148
2003	389.670.079
2004	1.918.289.667
2005	3.307.875.133
2006	5.831.174.764
2007	7.934.358.925
2008	3.992.515.661
2009	3.660.174.409
2010	3.686.722.786

Quelle: Eigene Darstellung²³²

²³⁰ Vgl. Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2007, Sarajevo 2008, S. 5.

²³¹ Alle Daten sind den jährlichen Berichten auf www.sase.ba entnommen.

Ende 2008 stürzte die Marktkapitalisierung der SASE um etwa 3,94 Mrd. EUR ab, und zwar von 7,93 Mrd. EUR Ende 2007 auf ungefähr 3,99 Mrd. EUR, was in etwa der Hälfte des Vorjahres entspricht. Der Rückgang der Marktkapitalisierung war primär ein Ergebnis der jüngsten Finanzkrise und des daraus resultierenden Rückzugs ausländischer Anleger. Die erhöhte Risikoscheu der Investoren wurde durch innenpolitisches Unvermögen verstärkt. Vorteilhafter wäre es gewesen, zwei separate Börsen (SASE und BLSE) als Grundlage für einen gemeinsamen Finanzmarkt zu schaffen, der zu höherer Liquidität, geringeren Transaktionskosten und letztendlich zu einer Steigerung der Marktkapitalisierung beitragen hätte können.

5.7. Börsenumsätze

Die Umsätze an der SASE machten in den vergangenen Jahren etwa 60% des Gesamtumsatzes in Bosnien und Herzegowina aus, weswegen die Börse in Sarajevo für internationale Investoren bedeutender geworden ist.

Im Jahr 2003 betrug der Umsatz an der SASE über 60 Mio. EUR, was im Vergleich zum Jahr davor fast einer Verdreifachung entspricht. Der gesamte Umsatz wurde in diesem Jahr in 37.166 Transaktionen und durch den Eigentümerwechsel von ca. 25,5 Mio. EUR Aktien erreicht.²³³ Auch das Jahr 2004 verzeichnete einen stetigen Zuwachs an Aktivitäten, vor allem in Bezug auf den Umsatz in Höhe von etwa 102 Mio. EUR – der durch einen deutlichen Anstieg der Aktienpreise hervorgerufen wurde – jedoch auch in Bezug auf die Zahl der gehandelten Aktien (mehr als 38 Mio.).

Das deutliche Wachstum des gesamten Wertpapierumsatzes in den ersten Jahren seit der Börsenentstehung kann hauptsächlich auf eine jährlich steigende Anzahl von Wertpapieren, die zum Handel an der SASE zugelassen wurden, zurückgeführt werden. Ende des Jahres 2002 konnten 161 Aktien gehandelt werden, 2003 waren es 282 und 2004 bereits 627.²³⁴

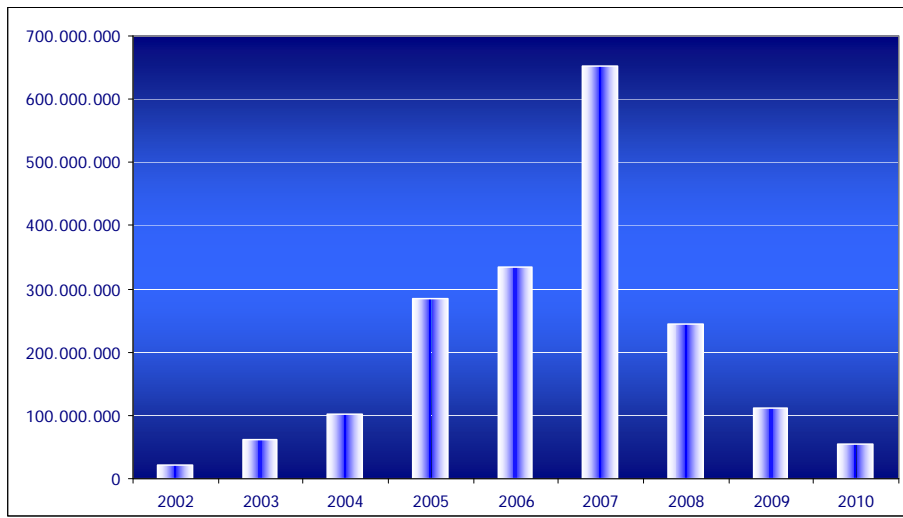
²³² Ibid.

²³³ Vgl. Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2003. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2004, S. 18.

²³⁴ Ibid, S. 18.

Für die Entwicklung des Kapitalmarktes und insbesondere der erst neu geschaffenen Börse war der für Aktiengesellschaften gesetzlich vorgeschriebene Dateneintrag im Wertpapierregister über die Aktienbestände der Emittenten und deren Inhaber von großer Bedeutung. Der Anstieg der börsennotierten Aktien kann somit direkt in Verbindung gebracht werden mit der steigenden Anzahl der Aktiengesellschaften, die dieses Verfahren abgeschlossen hatten.²³⁵

Abbildung 2: Grafische Übersicht der Umsätze an der SASE 2002–2010



Quelle: Eigene Darstellung. Umsätze in EUR²³⁶

Die Umsatzzuwachsraten an der SASE waren in den Anfangsjahren enorm hoch; nach 2007 wurde ein drastischer Umsatzrückgang von etwa 50% verzeichnet. 2008 wurden etwa 40.000 Transaktionen durchgeführt und 17 Mio. Aktien gehandelt, was einem Rückgang von etwa 25% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Das ist auf die globale Finanzkrise und den Wegfall internationaler Anleger, die ihre Investitionen aus den Balkanländern zurückzogen, zurückzuführen. Die Umsatzdaten im Jahr 2010 entsprechen in etwa denen aus dem Jahr 2005.

²³⁵ Vgl. Izveštaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2002. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2003, S. 14.

²³⁶ Alle Daten sind den jährlichen Berichten auf www.sase.ba entnommen.

Tabelle 7: Tabellarische Übersicht der Umsätze an der SASE 2002–2010

Börsenumsätze in EUR	
2002	21.309.861
2003	60.786.875
2004	102.839.885
2005	283.947.956
2006	334.751.615
2007	651.559.755
2008	243.926.812
2009	112.016.616
2010	55.502.973

Quelle: Eigene Darstellung.²³⁷

Tabelle 8: Übersicht der Transaktionen und gehandelten Wertpapiere an der SASE 2002–2010

	Transaktionen	Wertpapiere
2002	20.538	11.176.019
2003	37.166	25.469.731
2004	60.741	38.647.412
2005	115.894	64.554.489
2006	78.475	50.083.545
2007	158.507	70.772.676
2008	39.241	17.115.675
2009	25.707	19.632.223
2010	18.244	76.337.803

Quelle: Eigene Darstellung.²³⁸

²³⁷ Ibid.

²³⁸ Ibid.

6. Auswirkungen der Privatisierung und der Transition auf den Zustand der Ökonomie, komparative Analyse

6.1. Makroökonomische Ergebnisse

Die Nachkriegsreformen in Bosnien-Herzegowina wurden nicht genutzt, um erfolgreich alle Kernprozesse abzuschließen und so zu ermöglichen, dass der Staat den Fortschritt anderer Länder erreicht. Erst vor kurzem rückte in Bosnien-Herzegowina die Transformation zur Marktökonomie und die Offenheit für neue Auslandsinvestitionen ins Zentrum. Aber die in- und ausländischen Investoren haben sich mit vielen Hindernissen, einschließlich einem komplexen Rechts- und Regulationsrahmen, intransparenten Geschäftsprozedere, ineffektiven Justizstrukturen und Korruption auseinanderzusetzen.

Die Weltbank veröffentlicht jährlich den „Doing Business Report“, in dem 181 Volkswirtschaften nach ihrer Marktsituationen und ihren Investitionsmöglichkeiten für private Anleger analysiert werden. Laut Bericht der Weltbank (Doing Business Report 2009) fiel Bosnien-Herzegowina vom 117. Platz des letzten Jahres auf Platz 119 und belegte damit eher die hinteren Ränge nach den europäischen und zentralasiatischen Ländern.²³⁹ Begründet wurde diese Platzierung mit den kaum voranschreitenden Reformen zur Förderung des Investitionsklimas, hauptsächlich in den Bereichen Gründungszeit und -kosten für Unternehmen.

Eine der grundlegenden Voraussetzungen für eine stabile makroökonomische Politik und derzeit das größte Problem Bosnien-Herzegowinas ist das Verhältnis der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben. Die höheren Ausgaben für den Staatskonsum gehen in Bosnien-Herzegowina mit einem größeren Aufwand im öffentlichen Dienst auf allen Ebenen einher und sind in einer hohen Staatskonsumquote ersichtlich, gemessen als Anteil der Konsumausgaben des Staates am BIP (Bruttoinlandsprodukt). Der Prozentsatz pro Kopf ist höher als in Ländern mit einem ähnlichen BIP-Niveau.²⁴⁰ Besonders bemerkenswert ist, dass der ineffektive und intransparente

²³⁹ www.doingbusiness.org

²⁴⁰ 2008 betragen die öffentlichen Ausgaben in allen Gewalteebenen in BuH ca. 50% des BIP; der europäische Durchschnitt beläuft sich auf bis zu 40%. Transparency International BiH, Privatizacija državnog kapitala u BiH, Banja Luka, 2009.

Verbrauch der öffentlichen Gelder und Ressourcen durch Behörden die Hauptursache für die Missstände ist und nicht die ineffektive Struktur, die das Dayton-Abkommen hervorbrachte.

Daher bleiben die Stärkung der Qualität und die Rationalisierung der öffentlichen Administration die wichtigsten Herausforderungen für das Land. Die Erhöhung der Erwerbstätigkeit könnte die steigenden Defizite senken. Ein bedeutenderer Faktor als die Verfügbarkeit von Arbeitskraft wird in der Erhöhung der gesellschaftlichen Produktivität liegen.

Die Reaktion der durch negative makroökonomische Kennzahlen betroffenen Unternehmen spiegelt sich in der Reduktion der Arbeitskraft wider. Neben den ererbten Problemen werden die Folgen der globalen Wirtschaftskrise für die Wirtschaft von Bosnien-Herzegowina immer stärker spürbar. So ist es realistisch, für die Zukunft eine Verringerung der Kapitalzuflüsse und der direkten Auslandsinvestitionen zu erwarten, was zu einer Reduzierung der bedeutenderen Privatisierungsprojekte führen wird. Wegen dem noch immer hohen Anteil an staatlichem Eigentum in Unternehmen ist das eine erschwerende Situation für die weitere Durchführung von Unternehmensprivatisierungen; Bosnien-Herzegowina hat sich heute noch immer mit über 50% Staatskapital in 70 bis 80 Großunternehmen und mit etwa 350 mittelständischen Firmen auseinanderzusetzen, bei denen der Staat der mehrheitliche Eigentümer ist.²⁴¹

Das Geschäftsumfeld bleibt unattraktiv für die Gründung neuer Unternehmen, zumal unlauterer Wettbewerb und hohe Korruption die Entwicklung der Privatwirtschaft erschweren. Trotz der schwierigen Umstände generiert der neu entstandene Privatsektor die meisten neuen Arbeitsplätze in Bosnien-Herzegowina und nicht die Privatisierung von Unternehmen. Parallel dazu fordern über zwei Drittel der staatlichen oder Gemeinschaftsunternehmen dringend eine Sanierung oder Umstrukturierung, obwohl ein Drittel davon wahrscheinlich nicht überleben, bzw. liquidiert werden würde.²⁴²

²⁴¹ World Bank: Bosnia and Herzegovina – Country Economic Memorandum, Report No. 29500 – BA, Mai 2005, S. 57.

²⁴² Ibid, S. 86.

Die Geschäftstätigkeit der öffentlichen Unternehmen steht in enger Verbindung mit dem Prozess ihrer Privatisierung. In der sozialistischen Geschichte kontrollierte der Staat die Verwaltung aller Unternehmen. So wurde auch in der Nachkriegstransition gehandelt: die neu geschaffenen Behörden verwalteten die Unternehmen, was zahlreiche Möglichkeiten für Manipulationen bot und Interessenskonflikte erzeugte.

1990 gab es in Bosnien-Herzegowina 1,054.295 registrierte Beschäftigte, davon 1,026.254 im staatlichen/öffentlichen Sektor.²⁴³ Diese 97,3% waren in der Selbstverwaltung und Planwirtschaft meistens in großen Konzernen tätig, die durch Unternehmenszusammenschlüsse in ganz Bosnien-Herzegowina entstanden waren (z. B. Unis, Šipad oder Energoinvest – die größten bosnischen Holdings). Der Krieg brachte neben Verwüstung auch den Verlust des Fach- und eines Teils des hoch ausgebildeten Führungspersonals, das in solchen Holdings ausgebildet war, wie auch eine Spaltung der Konglomerate nach ethnischen Trennungslinien. Das hatte negative Auswirkungen auf das Fachpersonal, das solche Unternehmen erfolgreich hätte leiten können. Die leitenden Funktionen wurden somit der Tagespolitik überlassen, bzw. den regierenden Parteien, die bei der Auswahl des Managements nicht auf ihre Kompetenzen sondern vielmehr darauf achteten, ob dieses politisch geeignet ist. Den zerteilten, physisch zerstörten und geplünderten Unternehmen, die jahrelang keine Produktionskontinuität hatten und durch ihre Unterentwicklung in den Bereichen Management, Marketing, Technologie und Innovation benachteiligt waren, ist damit ein großer Schaden zugefügt worden.

Eine enge Einbindung in die Wirtschaftssysteme und den Produktionsprozess Ex-Jugoslawiens hat das bosnisch-herzegowinische Geschäftssystem mehr betroffen als die der anderen Republiken, die durch den Zerfall des Landes entstanden sind. Bosnien-Herzegowina verzeichnete nämlich nach dem Krieg den höchsten Rückgang des BIP, verglichen mit dem BIP der Vorkriegszeit, aber auch mit dem der anderen Republiken Ex-Jugoslawiens: von 10,63 Mio. US\$ im Jahr 1990 auf 1,38 Mio. im Jahr 1994, was mit der Senkung des Wirtschaftswertes, bzw. der Zerstörung der Unternehmen eng korrespondiert.²⁴⁴ So waren Unternehmen, die als erste die Privatisierung angingen, schon vom Start weg wegen dem weit unter dem geschätzten

²⁴³ Materijalni i društveni razvoj Bosne i Hercegovine 1947–1972, Statistički godišnjak 1991, S. 447–467.

²⁴⁴ Centralna banka BiH 3 2002

Nominalwert liegenden Marktwert nicht in einer beneidenswerten Lage. Verglichen mit anderen Transitionsländern der südosteuropäischen Region zeigt Bosnien-Herzegowina, konfrontiert mit für die ganze Region charakteristischen Problemen, ähnliche Ergebnisse.

Tabelle 9: Vergleich der Zuwachsrates des BNP in Südosteuropa und Bosnien-Herzegowina

Jahr	Bosnien-Herzegowina	Südosteuropa / Durchschnitt
1992	–	–3,8 ²⁴⁵
1993	–	0,4
1994	–	3,9
1995	–	5,5
1996	8,6	2,1
1997	3,7	1,3
1998	15,6	0,6
1999	9,6	–2,2
2000	5,5	3,7
2001	4,3	4,7
2002	5,5	4,9
2003	3,0	4,6
2004	6,3	7,1
2005	3,9	4,8
2006	6,7	6,6
2007	6,8	6,2
2008	6,0	6,5

Quelle:

EBRD: Transition report 1998., Financial sector in transition, S. 56

EBRD: Transition report 1999., Financial sector in transition, S. 83

EBRD: Transition report 2006., Financial sector in transition, S. 26

EBRD: Transition report 2008., Financial sector in transition, S. 23

Die Zeit des Krieges in Bosnien-Herzegowina (1992–1995) brachte den anderen Ländern Südosteuropas einen beträchtlichen fünfjährigen Vorteil. Nach dem Krieg wurden dank bedeutender internationaler Hilfe hohe Wachstumsraten in Bosnien-Herzegowina ermöglicht. Trotzdem aber war die zerstörte Wirtschaft nicht in der Lage, die entstandenen Schäden zu beheben, welche bis zur Zeit der Rezession von 2008/09 in diesem Zustand geblieben sind und die weitere Wirtschaftsentwicklung verhindert haben.

²⁴⁵ 1992–1995 – Durchschnitt Zentral- und Osteuropa und Baltikum.

Tabelle 10: Jährliche Inflationsraten – Südosteuropa / Bosnien-Herzegowina

Jahr	Bosnien-Herzegowina	Südosteuropa / Durchschnitt
1992	–	199,2 ²⁴⁶
1993	–	35,6
1994	–	26,0
1995	–	21,6
1996	–	38,8
1997	–	23,4
1998	–0,3	21,4
1999	3,4	3,7
2000	5,0	7,9
2001	3,2	6,5
2002	0,4	5,6
2003	0,6	2,4
2004	0,4	2,7
2005	3,8	3,6
2006	6,1	4,7
2007	4,9	4,5
2008	7,5 (Schätzung)	7,8 (Schätzung)

Quelle:

EBRD: Transition report 1998., Financial sector in transition, S. 58

EBRD: Transition report 1999., Financial sector in transition, S. 56

EBRD: Transition report 2006., Financial sector in transition, S. 34

EBRD: Transition report 2008., Financial sector in transition, S. 25

Die in der Tabelle dargestellten Daten über die jährlichen Inflationsraten legen den Schluss nahe, dass Bosnien-Herzegowina eine Wirtschaft mit einer effektiven Währungspolitik sei. Wenn man jedoch bedenkt, dass in der angegebenen Zeit in Bosnien-Herzegowina ein Currency Board die Währungspolitik bestimmt hat – ein rigides Währungssystem, das Schutz gegen Inflation gewährleistet, aber den wirtschaftlichen Zuwachs offensichtlich einschränkt und verlangsamt – ergeben sich unvermeidlich andere Schlussfolgerungen.

²⁴⁶ Ibid.

Tabelle 11: Ausländische Direktinvestitionen in Millionen USD – Südosteuropa / Bosnien-Herzegowina

Jahr	Bosnien-Herzegowina	Südosteuropa und Baltikum / Durchschnitt
1993	–	4,175 ²⁴⁷
1994	–	3,866
1995	–	9,610
1996	0	1,127
1997	0	2,933
1998	100	3,844
1999	90	3,505
2000	146	3,669
2001	119	4,297
2002	266	3,574
2003	382	8,240
2004	708	12,363
2005	579	15,104
2006	710	27,799
2007	2.023	28,512
2008	1.200 (Schätzung)	30,768 (Schätzung)

Quelle:

EBRD: Transition report 1998., Financial sector in transition, S. 87

EBRD: Transition report 1999., Financial sector in transition, S. 56

EBRD: Transition report 2006., Financial sector in transition, S. 34

EBRD: Transition report 2008., Financial sector in transition, S. 25

Die Angaben über die Wachstumsraten des BIP und die Inflationsrate müsste man mit Angaben über direkte Auslandsinvestitionen vervollständigen, was ein wesentlich realistischeres Bild über den Fortschritt in Bosnien-Herzegowina gibt.

Die ausländischen Direktinvestitionen in Bosnien-Herzegowina, welche bedeutend niedriger sind als im Durchschnitt anderer Länder Südosteuropas, zeigen, dass sich das Ambiente für Auslandsinvestitionen zu entwickeln beginnt und auch die Entwicklung der einheimischen privatisierten und neu gegründeten Unternehmen meistens auf eigenen Finanzierungsquellen basiert. Außerdem ist das Bewusstsein für die Anwendung des korporativen Verwaltungsprinzips in Unternehmen relativ niedrig. Es wird weiterhin auf alte Leitungsstrukturen zurückgegriffen, besonders in Bereichen, die auf Reformeingriffe warten, wie Trennung des Eigentums und der

²⁴⁷ Ibid.

Leistungsstrukturen, Rechte der Anleger/Inhaber, Veröffentlichung der Daten, Anwendung von Managementprinzipien, Unabhängigkeit der Aufsichtsorgane usw.

Der Staat registriert zwar die makroökonomische Stagnation, die Ausbreitung von Armut wie auch den niedrigeren Lebensstandard, kann sie aber nicht regulieren. Das ist das Ergebnis einer nicht-nachhaltigen Steuerpolitik, entstanden durch unvernünftige Ausgaben der Behörden. Diese Phänomene lassen sich nur durch eine Erhöhung der Auslandsverschuldung ausgleichen, die auf mehrere Jahrzehnte programmiert wird und von mehreren Generationen abbezahlt werden muss. Andererseits gibt es die schwach entwickelte Privatwirtschaft, die in dem wirtschaftlichen Umfeld versucht zu überleben und zur Steuerhinterziehung greift.

Es sollte für öffentliche Investitionen einen Finanzstimulus geben und gleichzeitig sollten die Steuerbelastungen verringert werden. Aufgrund des geringen Umfangs der Finanzierungsquellen erscheinen systematische Bemühungen notwendig, um die Finanzierung von infrastrukturellen Projekten sichern zu können.

Im Interesse der Ausfuhrförderung sollten die Konkurrenzfähigkeit der Unternehmen dringend gestärkt und bessere gesetzliche Rahmenbedingungen für Inlandsprodukte und Dienstleistungen festgelegt werden – Deregulation sollte die Geschäftsumgebung verbessern. Neben der Ausfuhrförderung müssen auch Maßnahmen gegen die Importabhängigkeit entwickelt werden (primär bei Nahrungsmitteln und Erdöl).

Um den Staatskonsum unter Kontrolle zu halten, sollten Netzwerke für die soziale Sicherheit errichtet werden. Gleichzeitig muss die finanzielle Koordination verbessert, die Finanzpolitik des Staates und der Entitäten gestärkt und das System der Direktbesteuerung harmonisiert werden (Höhe der Sozialversicherungsbeiträge). Generell sollen Transparenz, verantwortlicher Staatskonsum und Budgetallokation gefördert, durch verschiedene Aufsichtsorgane kontrolliert und Verstöße gegen diese Prinzipien sanktionieren werden. Neben gut vorbereiteten Privatisierungsprojekten müssen auch die Mechanismen für die Umstrukturierung und die Geschäftstätigkeit der Unternehmen gestärkt werden. In diesem Kontext wäre die Rolle der Börse und des Kapitalmarktes zu überdenken.

6.2. Privatisierungsergebnisse

Heute gibt es schon eine mehrjährige Erfahrung, aufgrund derer analytisch beurteilt werden kann, welche Ziele erreicht wurden, welche erreichbar und welche aufzugeben notwendig sind. Für Monitoring, Beurteilung und Durchführung der Privatisierung in Bosnien-Herzegowina sollen die geplanten Ziele, die Strategien ihrer Verwirklichung und das Umfeld, in welchem sich dieser komplexe Prozess entwickelt hat, berücksichtigt werden. Obwohl die Privatisierungsziele in den postsozialistischen Ländern verschieden formuliert sind, können sie auf folgende grundlegende Gruppen zurückgeführt werden:

- durch Privatisierung die Transition für den Übergang auf die Marktökonomie in Gang setzen, besonders die Entwicklung des Finanz- und Kapitalmarktes,
- durch Privatisierung eine neue Leitungsstruktur und neue Unternehmensmotive bilden, die, auf Kapitaleigentum, Profitmaximierung und Marktkonkurrenz basierend, eine Umstrukturierung der Unternehmen einleiten und die ökonomische Effektivität für jede einzelne ökonomische Einheit wie für die Nationalökonomie als Ganzes erhöhen,
- durch Verkauf der Unternehmen an Privateigentümer die Haushaltseinnahmen erhöhen,
- durch Privatisierung eine Kapitalaufstockung der Unternehmen mit frischen Mitteln gewährleisten.

Innerhalb dieser Ziele messen die Transitionsländer – auch Bosnien-Herzegowina – insbesondere der Aktienverteilung an Bürger und Beschäftigte, der Sicherung von Beschäftigung und Naturschätzen, der Stabilisierung der Ökonomie u. ä. einen hohen Stellenwert zu.²⁴⁸

Der Zusammenbruch des Sozialismus bedeutet nicht automatisch den Übergang zur politischen Demokratie und Marktwirtschaft. Die Erfahrungen der osteuropäischen Länder zeigen, dass die Ankündigung der Marktorientierung und der Privatisierung nicht unbedingt mit der Etablierung von Marktmechanismen gleichzusetzen ist.

²⁴⁸ Rička, Ž.: Tržište kapitala u zemljama u tranziciji, Revicon, Neum 2001, S. 193–233.

Die Besonderheiten des Transitionsprozesses in Bosnien-Herzegowina wurden durch die Wirtschaftsstruktur und das Wirtschaftssystem Ex-Jugoslawiens bestimmt.

Diese waren:

- Eine dezentralisierte Nationalökonomie, die im Unterschied zu den zentral geplanten Systemen anderer sozialistischer Länder den Unternehmen mehr Autonomie in der Entwicklungs- und Geschäftspolitik gab, besonders weil sie selbständig Entscheidungen trafen, wer produzieren soll und wie für wen produziert werden soll. Der Erfolg des Unternehmens hing nicht nur vom Wirtschafts- und Finanzsystem ab, sondern auch vom Erfolg auf dem Gütermarkt, der trotz eines fehlenden Kapital- und Arbeitsmarktes funktionierte. Die Unternehmen konnten autonom über einen größeren oder kleineren Gewinnanteil verfügen. Aber im Unterschied zu einem entwickelten Markt- und Privatwirtschafts-System gab es weder einen Kapitalmarkt noch private und eigentumsrechtliche Beziehungen und Transaktionen, was die Mobilität des Kapitals und rationale Nutzung von Ressourcen verhinderte.
- Das System des so genannten Gesellschaftseigentums unterschied sich wesentlich vom Staatseigentum. Man baute ein Wirtschaftssystem auf, das sich von jenem, das auf Eigentum basierte, unterschied, ohne Rücksicht darauf, ob es staatlich oder privat war. Es funktionierte nach einem bestimmten „Nichteigentums-Prinzip“, das nicht das Kapital, sondern die Arbeit zur Grundlage hatte. Obwohl das gesellschaftliche Eigentum dem Privateigentum unterlegen war, war es doch dem sozialistischen Staatseigentum der Planwirtschaft überlegen.
- Das Verhalten und die Geschäftstätigkeit der Unternehmen wiesen trotz der mächtigen Staatsparteien-Regierungsstruktur mehr Marktelemente als in irgendeinem anderen sozialistischen Land auf und die Wirtschaftssubjekte waren nicht risiko- und verantwortungsfrei.
- Anders als bei sozialistischem Staatseigentum und Unternehmen identifizierten sich die Beschäftigten stärker mit der Organisation und mit ihren Arbeitsergebnissen auf dem Markt. In den Unternehmen entwickelte

sich auch eine institutionalisierte Solidarität, die dadurch gekennzeichnet war, dass sich die Arbeiter in solidarischen Vereinigungen zusammenschlossen und gemeinsam für bessere Arbeitsbedingungen, Verkürzung der Arbeitszeit und höhere Löhne kämpften. Bedauerlicherweise hatte das auch negative Auswirkungen auf Qualität und Disziplin und resultierte mit minderwertiger Arbeitsleistung.

- Die Unternehmen hatten auch in Wirtschaftsbeziehungen mit dem Ausland eine beachtliche geschäftliche Selbständigkeit, was sich auf die Einführung von internationalen Standards, das Bildungsniveau der Manager und die Geschäftstätigkeitsgüte positiv auswirkte.

Auch das zeigt, dass der Privatisierungsprozess in Bosnien-Herzegowina eine wesentlich andere Ausgangsposition als in anderen sozialistischen Ländern hatte, gleichzeitig ähnliche Privatisierungsgrundlagen aufwies, die in den anderen Ländern Ex-Jugoslawiens angewandt wurden.

Aufgrund aller aus dem Transitions- und Privatisierungsprozess in Bosnien-Herzegowina geerbten Besonderheiten, und weil die Bedingungen hierfür besser als in irgendeinem anderen sozialistischen Land waren, überwog die Orientierung an der Privatisierung durch schockartigen Eigentumswechsel zur schnellen „Massen-Privatisierung“ des Gesellschaftseigentums. Die Unternehmen wurden in Aktiengesellschaften umgewandelt, deren Anteile an Beschäftigte und andere Bürger Bosnien-Herzegowinas abgegeben wurden.

Das Privatisierungsprogramm ist durch eine fehlende Marktentwicklungsstrategie, nicht vorhandene Marktinstitutionen sowie -mechanismen und stark ausgeprägte Kriegs- und Nachkriegsbedürfnisse gekennzeichnet. Statt einer erfolgreichen Transition in das Marktsystem wurde ein administratives und staatsparteiisches Verwaltungssystem eingeführt, basierend auf dem starken Interesse der politischen Entscheidungsträger, durch staatlichen Interventionismus den Staat so lang wie möglich in noch nicht privatisierten Unternehmen als Eigentümer zu etablieren.

Das Hauptziel der Privatisierung ist eine Erhöhung der Produktivität und der Unternehmenseffektivität. Es war nicht zu umgehen, dass neue Eigentümer die Produktivitätserhöhung vor allem in der Reduzierung des Beschäftigtenüberschusses

suchten, was die Arbeitslosigkeit zusätzlich erhöhte. Andererseits darf sich kein Land den Luxus leisten, das Anwachsen von Arbeitslosigkeit als Ziel einer Wirtschaftspolitik einzuplanen. Deswegen stellt – neben zahlreichen wirtschaftlichen, sozialen und politischen Problemen, die in den postsozialistischen Ländern durch Transition und Privatisierung erkennbar geworden sind und wogegen auch Bosnien-Herzegowina nicht immun ist – die Beschäftigung die oberste Priorität dar.

Der Prozess der Transition und Privatisierung bringt die hohe verdeckte Arbeitslosigkeit ans Licht und löst mit zunehmenden Wettbewerbsdruck aufgrund deutlich niedriger Löhne und dem Abbau von Arbeitsplätzen Sozialkonflikte aus. Wenn die Unternehmensprivatisierung die Beibehaltung der Arbeitsplätze vorsieht, stellt sich die Frage, wie viele Käufer und Investoren bereit sein werden, dem Staat den geschätzten Wert zu zahlen, den Überschuss an Arbeitskräften zu beschäftigen und mit der notwendigen Kapitalaufstockung noch den Produktionsprozess zu modernisieren und dadurch zusätzlich die verdeckte Arbeitslosigkeit zu erhöhen.

Im Rahmen einer modernen und offenen Entwicklungspolitik bringt die Privatisierung langfristig neue Arbeitsplätze, aber kurz- und mittelfristig betrachtet, wenn die Privatisierung durch Einzelverkäufe von Unternehmen umgesetzt wird, erhöht sie die Arbeitslosigkeit.

In den meisten Transitionsländern, so auch in Bosnien-Herzegowina, zog die Privatisierung eine Phase erneuter Politisierung mit sich, in welcher der Staat, bzw. die Staatsbürokratie als Mehrheitseigentümer über das Gesellschaftskapital die Geschäftspolitik der praktisch verstaatlichten Unternehmen bestimmt – vermittelt der von ihr eingesetzten Vorstandsmitglieder. Eine so gebildete Managerstruktur kann unter bestimmten Umständen zu Gewinn führen. Das ist allerdings seltener der Fall als das Auftreten von Verlusten.

Die historische Erfahrung des Sozialismus wie auch des Kapitalismus beweist, dass der Staat ein schlechter Eigentümer und ein noch schlechterer Unternehmer war. Die Art und Weise, wie „staatliche“ Vorstände bestellt werden, führt tendenziell zu einer erneuten Politisierung und Deprofessionalisierung in der Unternehmensverwaltung. Die Verantwortung für die schlechte Verwaltung aber löst sich in bürokratisierten

Beziehungen und Staatstrukturen auf, in welchen es immer eine Konnotation von Korruption, Malversation oder organisierter Kriminalität gibt.²⁴⁹

Gut bezahlte Stellen in einem Vorstandsausschuss sind hochattraktiv, besonders weil, wie es scheint, für die Mitglieder (als Staatsrepräsentanten), politische Bedeutsamkeit wichtiger ist als Qualifikation, Geschäftserfahrung und Sachverantwortung. Darum wächst der politische Druck, diese Stellen mit politisch zuverlässigen und „verdienten“ Menschen zu besetzen.

Unter solchen Bedingungen kann man einen starken Widerstand gegen Änderungen erwarten, d. h. eine Neigung zur Fortführung der bisherigen Geschäftstätigkeit sowie der bisherigen Unternehmensstruktur, was nicht immer die schlechteste Lösung sein muss. Aber für die Entwicklungsdynamik und die Überwindung der jetzigen Schwierigkeiten in den Unternehmen, die durch Kriegszerstörungen, Marktverlust, Steuerdruck, Kapitalmangel, Inflation, andauernde Fehlinvestitionen, Entfremdung, beschleunigtes Altern des Kapitalstocks und Flucht des Kapitals sowie der Fachkräfte belastet sind, ist dies sicher nicht genug. Es ist eher ein sicherer Weg in die Stagnation.

In Bosnien-Herzegowina, wie auch in den meisten anderen Ländern ist eines der Grundziele der Privatisierung, durch Unternehmensverkauf an finanzielle Mittel zu kommen, mit welchen vor allem das Staatsbudget saniert und der Wiederaufbau des Landes finanziert und die öffentliche Schuld abbezahlt werden soll. Gleichzeitig wird als strategisches Ziel bestimmt, dass durch Privatisierungen die Restrukturierung mittels Kapitalaufstockung und neue Investitionen angeregt werden sollen. Dem kann man aber entgegen halten, dass es nicht sehr realistisch ist, von einem Investor die Mittel für das Budget und für die Kapitalerhöhung zu bekommen.

Wäre die erste Privatisierungsphase gut organisiert worden, wären weder Börse noch Broker nötig gewesen, der Markt hätte als so genannter OTC-Markt organisiert werden können. Das hätte den Vorteil gehabt, dass an jedem Bankschalter die Broker zu Transaktionsträgern geworden wären. Unter solchen Bedingungen kann das Kontrollpaket der Aktien, im freien Handel und später durch Vermittlung des Sekundärmarkts, schnell in die Hände so genannter aktiver Investoren kommen, d. h.

²⁴⁹ Ribnikar, I.: Ukidanje društvenog vlasništva, Društvena istraživanja, Zagreb, br. 1, 1993, S. 36.

zu jenen, die ihre Eigentumsrechte zur Geschäftsführung und zur Gewinnerzielung nutzen wollen.

Wesentlich verringern würden sich in diesem Fall auch die Möglichkeiten für Malversation und Korruption, die besonders dann auftritt, wenn über die Bürokratie Staatsvermögen verkauft oder Staatsgeld investiert wird. Der zweite Vorteil wäre, dass sowohl Beschäftigte als auch Manager für den schnellen Erfolg des Unternehmens mobilisiert werden, obwohl es klar ist, dass Aktienbesitz niemandem den Arbeitsplatz garantiert. Aber trotz der Möglichkeiten, die eine solche massenweise Aktienaufteilung bietet, lief die Verteilung in Bosnien-Herzegowina aus dem Ruder, indem Gutscheine und Zertifikate ausgegeben wurden. So nahm die Unterbewertung des Vermögens zu und die „echten“ Investoren wichen den Spekulanten, die den Kauf von Aktien nur dazu nutzten, diese weiterzuverkaufen, ohne an etwaige Produktionsentwicklungen zu denken.²⁵⁰

Im Privatisierungsprozess nach dem Verstaatlichungs- oder Verkaufsmodell, oder nach dem Verteilungsmodell, kommen weder der Staat noch das Unternehmen zu bedeutenderen neuen finanziellen Mitteln. Um diese zu sichern, ist das Privateigentum – das einer juristischen, bzw. natürlichen Person, das eines oder mehrerer Einzelner, das der Beschäftigten, der Manager oder eines Bürgerkreises – das einzige Mittel.

Tabelle 12: Die erzielten Transitionsergebnisse

Jahr	Einwohnerzahl 1997 (in Mio.)	% Privatsek. in GDP	Große Privatisierung	Kleine Privatisierung	Bankreform	Reform des Kapitalmarkts
1998	4,1	35	2	2	2	1
1999	4,3	35	2	2	2+	1
2006	3,8	55	3–	3	3–	2–
2008	3,8	60	3	3	3+	2–

Quelle:

EBRD: Transition report 1998., Financial sector in transition, p.32.

EBRD: Transition report 1999., Financial sector in transition, p.34.

EBRD: Transition report 2006., Financial sector in transition, p.18.

EBRD: Transition report 2008., Financial sector in transition, p.14.

²⁵⁰ Domljan, V.: Tržište kapitala u evropskim tranzicijskim zemljama, Porezni savjetnik, br. 10., Sarajevo, 2000.

Die einzelnen in Tabelle 12 wiedergegebenen Ergebnisse bedeuten:

Große Privatisierung

- 1 wenig Privateigentum
- 2 die Grundmodelle der Privatisierung sind implementierungsbereit; manche Handelsgeschäfte sind schon realisiert
- 3 mehr als 25% der Großbetriebe sind im Privateigentum oder privatisierungsbereit, aber nicht unter Anwendung des Prinzips der korporativen Verwaltung
- 4 mehr als 50% der Großbetriebe sind im Privateigentum oder wenden das Prinzip der korporativen Verwaltung an
- 4+ mehr als 75% der Unternehmen sind im Privateigentum mit vollständiger Anwendung des korporativen Verwaltungsprinzips.

Kleine Privatisierung

- 1 schwacher Fortschritt
- 2 besserer Fortschritt
- 3 implementierte Privatisierungsprogramme
- 4 komplette Privatisierung kleiner Unternehmen mit einem für den Verkauf vorbereiteten Eigentum
- 4+ es gibt kein Staatseigentum in kleinen Unternehmen

Bankreform und Liberalisierung der Zinssätze

- 1 geringer Fortschritt in der Implementierung des two-tier Systems
- 2 Liberalisierung der Zinssätze und Kreditallokation
- 3 bedeutender Fortschritt in der Liquidität der Banken; Aufbau einer effektiven Aufsicht; vollständige Liberalisierung der Zinssätze; Finanzierung der Privatwirtschaft
- 4 im Bankwesen erfolgte die Gesetzgebung und Regelung nach den BIS-Standards; gute Funktionsfähigkeit der Bankenaufsicht; akzeptable Kreditbedingungen für die Privatwirtschaft.
- 4+ Implementierung der BIS-Standards; voll konkurrenzfähige Bankleistungen

Kapitalmarkt und andere Finanzinstitute

- 1 schwacher Fortschritt
- 2 Bildung von Kapitalmarktinstitutionen und Aufsichtsgremien
- 3 Wertpapieremission der Privatunternehmen; Gründung von Finanzinstituten
- 4 Kapitalmarktrecht gemäß den IOSCO-Standards; Liquidität und Kapitalisierung des Kapitalmarkts; gutes Funktionieren der Finanzinstitute und ihrer Regelwerke
- 4+ Harmonisierung des Kapitalmarkts mit den IOSCO-Standards; effektive Entwicklung der Finanzinstitute.²⁵¹

²⁵¹ EBRD: Transition report 2008., Financial sector in transition, S. 14.

Wie in allen anderen Transitionsländern war die Korruption bei der Privatisierung unausweichlich. Die Privatisierung einzelner Unternehmen kann vorhersehbarer und weniger anfällig für Korruption gestaltet werden, wenn ein Land neben einer generell guten und transparenten Behördenstruktur über eine detaillierte und klare Privatisierungspolitik und -strategie verfügt, die eindeutige, transparente und elementare Regelungen vorsieht. Die Privatisierungspolitik sollte den allgemeinen Standpunkt der Regierung in Hinblick auf die Privatisierung, ihren Zweck und Zielsetzung sowie bevorzugte Methoden bestimmen. Außerdem sollte sie klare Kriterien einbeziehen, welche Unternehmen zu privatisieren sind und wann. Die Privatisierungspolitik sollte auch Kontroll- und Aufsichtsmaßnahmen für interne und externe Revision, parlamentarische Aufsicht usw. festlegen.

Die Anfälligkeit des Privatisierungsprozesses für Korruption und andere Formen von Missbrauch wird bestimmt durch die gewählten Privatisierungsmodalitäten und -methoden, das allgemeine politische Umfeld und die Verwaltung, den Charakter und die Qualität der grundlegenden Wirtschaftsstruktur (ob auf Konkurrenzbasis, vom Staat oder von Oligarchien kontrolliert), die Qualität der Gesetze und das Wichtigste, das Transparenzniveau der Privatisierungsprozesse. Es ist notwendig, darauf hinzuweisen, dass es eine offensichtliche und direkte Korrelation zwischen der traditionellen Politik des freien Zugangs zu Informationen und der Freiheit von Korruption gibt, was auch in dem über Jahre geführten Korruptions-Perzeptionsindex des Transparency International (CPI)²⁵² ersichtlich ist.

Das Ergebnis des Privatisierungsprozesses und seine Anfälligkeit für Korruption ist stark von der Entwicklungsstufe einer wirksamen parlamentarischen Kontrolle, der Finanzmarktinstitutionen sowie der Justiz abhängig. In Ländern, deren Institutionen sich in einem sehr frühem Entwicklungsstadium befinden, ist das Korruptionsrisiko höher, wobei bestimmte Bereiche besonders anfällig sind. Dazu zählen Mängel in der Funktionsweise der Finanzmarktinstitutionen, wie Börsen und Banken mit internationalen Erfahrungen und Verbindungen, und das Fehlen von Kontrollinstitutionen, wie Institutionen der internen und externen Revision oder die funktionelle Kontrolle des Parlaments. Eine zentrale und unabhängige Anti-korruptionsbehörde, unterstützt vom Parlament und von der Exekutive, die mit der

²⁵² www.transparency.org

Bekämpfung von Korruption unter sowohl hoch positionierten Politikern als auch Privatunternehmern mit Beziehungen zur politischen Spitze beauftragt ist, könnte sehr nützlich sein. Ähnliche Trends sind laut CPI hinsichtlich des gesamten Korruptionsniveaus zu beobachten.²⁵³

Während des Krieges zwang im Wesentlichen die allgemeine Situation die Behörden landesweit, wirtschaftliche Aktivitäten den politisch loyalen Unternehmen zu überlassen. Solche Gruppierungen waren besonders nach dem Krieg ideal positioniert, um die Wirtschaft zu kontrollieren, besonders in der neu entstandenen Privatwirtschaft. Sie konnten aufgrund ihrer engen Beziehungen zur Politik das Positionsprivileg gegenüber der Staatswirtschaft nutzen oder den Privatisierungsverlauf und das Privatisierungsergebnis beeinflussen. Viele Aspekte der Kriminalisierung der Korruption wurden durch den Staatsapparat unterstützt und dienten direkt den politischen Interessen.

Aufgrund des hohen Einflussbereiches solcher Machthaber wurde ein Monopol in bestimmten Wirtschaftssektoren oder Handelsaktivitäten gesichert. Die Behörden, die gezielt administrative Hindernisse aufstellten, ermöglichten ausgewählten „Investoren“ die Geschäftsaufnahme in profitablen Bereichen oder die Beteiligung an sowie die Verwaltung und spontane Privatisierung von Staatsunternehmen. Diese Investoren positionierten sich einerseits durch die bis zu diesem Zeitpunkt schon erworbenen Kriegs- oder Monopolprofite, andererseits durch ihre Beziehungen zu den Machtstrukturen, mit welchen sie in den Vorjahren schon in enger Zusammenarbeit gestanden waren.

²⁵³ BuH hatte einige Jahre einen ständigen Fall auf der CPI-Liste und endete 2005 und 2006 mit dem Index 2.9, womit es der korrupteste und unterentwickelste europäische Staat geworden ist, mit starker Prägung des Phänomens eines „gefesselten Staates“. Das Phänomen des gefesselten Staates ist eine Erscheinung, bei welcher die auswärtigen Interessen (meist die Privatwirtschaft, Mafia-Netzwerke usw.) die Möglichkeit haben, die Landesgesetze, Vorschriften und Regelwerke aus eigenen (meist finanziellen) Interessen durch korrupte Transaktionen mit Offiziellen und Politikern zu missbilden und zu verfälschen. Das Phänomen „gefesselter Staat“ wurde als das schädlichste und hartnäckigste Korruptionsproblem erkannt, insbesondere in Transitionsländern und -wirtschaften, in welchen noch immer die Demokratisierungsprozesse unvollständig oder missgebildet und keine Eigentumsrechte gewährleistet sind. Einen geringen Fortschritt gab es 2007 (der Index war 3.3) hauptsächlich als Folge eines größeren Druckes der Zivilgesellschaft und der internationalen Gemeinschaft auf die Regierungen, damit sich diese in der Korruptionsbekämpfung anstrengen. Leider hat eine Reihe von Ereignissen 2007 und 2008 zum Indexfall geführt (3.2 für 2008), was BuH an das Ende der Liste der europäischen Länder brachte. – Transparency International BiH, *Privatizacija državnog kapitala u BiH*, Banja Luka, 2009.

Das Privatisierungsmodell der Föderation und das der Republika Srpska ermöglichte es den Behörden, ihre Macht und ihren Einfluss in der Wirtschaft zu erhalten – ob durch Unternehmensanteile, die über Staatsfonds in Staatshänden blieben, oder durch so genannte strategische, nach Sonderprogrammen zu privatisierende sowie nicht privatisierte Unternehmen. Hierzu zählen alle kommunalen und 79 strategisch wichtige Unternehmen, darunter Kommunaldienste, große Holdings und ausgewählte profitable Unternehmen, bei denen es am politischen Privatisierungswillen mangelte.

In der Föderation Bosnien-Herzegowina beläuft sich das Staatseigentum (Staatsanteile in noch nicht privatisierten Unternehmen) auf einen Wert von über 9,6 Mrd. BAM (nichtprivatisiertes Kapital), in der Stromproduktion und -versorgung, der Wasserversorgung und Gaswirtschaft beträgt der Wert des Staatskapitals 4 Mrd. BAM (Nominal- oder Buchwert) oder 42%. Im Bereich Verkehr und Telekommunikation ist der Wert des Staatskapitals, der sich auf bis zu 90% des Gesamtwertes dieser Unternehmen bezieht, 21% oder 2 Mrd. BAM (Nominal- oder Buchwert).²⁵⁴

Fast ein Jahrzehnt nach der Privatisierungsphase haben viele Unternehmen noch keine Umstrukturierung vorgenommen, bzw. vornehmen können. Ein Großteil davon leidet unter einer schwachen korporativen Leitung, welche durch unzureichend verantwortungsbewusste Unternehmensführung wie auch schlechte Ausgestaltung und Implementierung von Leitungs- und Kontrollstrukturen gekennzeichnet ist. Durch den Fachkräfteabgang sank das Wissen über Marketingtechniken, Institutionen, den Markt im Allgemeinen und Unternehmensumstrukturierung. Solche Unternehmen leiden auch unter den mangelhaften Sozialprogrammen und den spärlichen Finanzierungsquellen, zudem haben sie gegen das Problem des Mitarbeiterüberschusses zu kämpfen.

Internationale Rechnungslegungsstandards, die eingehalten werden müssen, sind erst seit 2010 in Anwendung. Jahresbilanzen und Bankauszüge werden noch nicht generell einer unabhängigen Kontrolle unterzogen (eine Ausnahme ist neuerdings die Praxis einer Wirtschaftsprüfung für bestimmte Unternehmen). Im Durchschnitt haben 70% der Staatsunternehmen eine Verlustbilanz und in der Privatwirtschaft etwa

²⁵⁴ Čaušević, F.: Konferenz Transparency International BiH, Holiday Inn, Sarajevo, 17.12.2008.

25%.²⁵⁵ Die Staatsunternehmen sehen daher den einzigen Ausweg im Verkauf der Aktiva und des fixen Kapitals, bzw. in der Verschuldung oder in der Erwirkung einer finanziellen Unterstützung durch die Regierungen, um Schuldforderungen oder Verpflichtungen abzudecken.

Die Unternehmen spielen oft auch eine wichtige Rolle für die Erhaltung des sozialen Friedens. Daher sind Konkurse sehr selten. Angehäufte Verpflichtungen werden zum Gegenstand eines nach dem geschätztem Marktpreis erfolgten Kompensationshandels unter Unternehmen oder von Abschreibungen oder Umschuldung von Schulden. Sowohl die Vorstände von Staatsunternehmen als auch die Beschäftigten glauben, dass die Regierung das jeweils aktuelle Problem zu lösen hat, sodass man neben Forderungen nach Begünstigungen auch eine Gewährleistung der Nachfrage oder den Schutz gegen ausländische Konkurrenz erwartet. Dabei wird nicht auf die Missachtung der Konkurrenzpostulate und des Marktwettbewerbs sowie auf alle Normen aus den Beitrittsverhandlungen mit der Welthandelsorganisation oder der Europäischen Union Bedacht genommen. Wegen einer Vielzahl „kleiner“ und nicht organisierter Inhaber, würde der Staat über sein Kontrollpaket das Recht auf die Ernennung der Geschäftsleitungen und Unternehmensvorstände behalten, weshalb in vielen privatisierten Unternehmen eine korporative Geschäftsverwaltung erst im Nachhinein eingeführt wird.

Das Weiterbestehen großer staatlicher Beteiligungen in der Wirtschaft ermöglichte große Malversationen, wodurch sich auch die Privatisierungsumsetzung verzögerte. Den entstandenen Schaden müssen nun die steuerpflichtigen Bürger Bosnien-Herzegowinas bezahlen. Auch werden die Steuergelder für Subventionen verwendet, die negative Geschäftsergebnisse ausgleichen sollen, bzw. für Lohnzahlungen an Beschäftigte in den öffentlichen Unternehmen. Einen Direktschaden für alle Bürger und besonders für potenzielle, marktwirtschaftlich handelnde Lieferanten erzeugen Ausgaben für irrationale und intransparente öffentliche Anschaffungen. Eine weitere Belastung ergibt sich durch hohe Opportunitätskosten (nicht erfolgte Haushaltseinnahmen), die aus nicht umgesetzten Privatisierungen entstanden, bzw. die Bürger der Einnahmen aus dem Verkauf des Staatskapitals beraubt. Dadurch gelangt kein frisches Kapital in die Firmen und es können auch keine neuen Arbeitsplätze

²⁵⁵ IMF Country Report No. 05/198: Bosnia and Herzegovina: Selected Economic Issues, International Monetary Fund, June 2005, S. 38.

entstehen. Die Folgen sind eine Unterentwicklung in der Privatwirtschaft, fehlende Auslandsinvestitionen und fehlende Stärkung des Unternehmertums.

In den Berichten der unabhängigen Revisoren der Föderation von Bosnien-Herzegowina und der Republika Srpska wurden in den größten Staatsunternehmen enorme Veruntreuungen festgestellt. Die unabhängigen Wirtschaftsprüfer liefern auch Beweise für das illegale Verhalten der Behörden und der Führungskräfte in der Staatswirtschaft, als da sind: verantwortungslose Verwaltung des Staatskapitals, intransparente Beschaffungen, fiktive Produktionsverluste, buchhalterische Manipulationen in den Unternehmen, illegale Abschreibung und Wertsenkung sowie Abschreibungen des Anlagevermögens und Kapitalraub.

Noch teurer und langfristiger sind aber die strukturellen Folgen solcher Malversationen im staatlichen Wirtschaftssektor. Sie spiegeln sich wider in administrativen Hindernissen, die die Geschäftstätigkeit zusätzlich erschweren. Das Vertagen der Privatisierung und die Intransparenz tragen zum schlechten Image des Landes im Ausland bei und lenken den Zufluss ausländischen Kapitals in erfolgreichere Transitionsländer ab. Gleichzeitig wird bei den Bürgern Passivität gegenüber der Politik erzeugt.

Bis zum 31. Oktober 2008 wurden in der Republika Srpska etwa zwei Drittel des Staatkapitals und in der Föderation etwa 52% des dafür vorgesehenen Kapitals privatisiert. Vor allem in Bosnien-Herzegowina hat die Privatisierung die Erwartungen nicht erfüllt. Schuld an diesem Misserfolg waren Prozessverzug, Mangel an transparenten und klaren Regeln und Kriterien (besonders bei der Privatisierung so genannter „strategischer“ Unternehmen), Ungleichbehandlung potenzieller Investoren (sie führte zu einer bedeutenden Verminderung des Kapitalmarkts sowohl in der Föderation als auch in der Republika Srpska), Missachtung des Prinzips der korporativen Geschäftsführung, nicht vorhandene gesetzliche Rahmenbedingungen, Interessenkonflikte der in den Privatisierungsprozess einbezogenen Staatsvertreter.

All dies beleuchtet nur einige Beispiele der intransparenten Prozedur bei den Staatsorganen Bosnien-Herzegowinas. Partnerselektion durch direkte Auswahl des geeigneten Partners wird auch in anderen Feldern angewendet, wie z. B. bei

Konzessionen, Greenfield Investitionen, wie auch anderen Formen staatlichen Vereinbarungen. Die Bedeutung dessen wird ersichtlich, wenn man in Betracht zieht, dass diese Vereinbarungen nicht mit entsprechenden Projektstudien (Machbarkeitsstudien), Analysen des Einflusses auf die Umwelt und anderen Vorbeugungsmaßnahmen begleitet sind.

Im unregulierten Handel mit Gutscheinen und Zertifikaten kam es in der ersten Privatisierungsphase zu Schwarzmarktgeschäften und zum Verkauf von Gutscheinen und Zertifikaten unter dem realen Marktwert. Diese Probleme, welche die Privatisierung begleiteten, waren auch in anderen Transitionsländern nicht unbekannt. Darüber hinaus traten in Bosnien-Herzegowina sehr spezifische Phänomene auf, die in anderen Transitionsländern unüblich waren. Das größte Problem scheint dabei, mit oder ohne Absicht, das Hinauszögern der Privatisierung zu sein, und zu gegebener Zeit die Unternehmen dann öffentlich zum Kauf anzubieten.

Die den Bürgern der Föderation von Bosnien-Herzegowina, bzw. der Republika Srpska zugeteilten Zertifikate und Gutscheine konnten gegen Unternehmensaktien, die öffentlich angeboten wurden, getauscht oder in Investitionsfonds angelegt werden. Einzelpersonen, vor allem aber Kriegsveteranen, bekamen zusätzliche Zertifikate, bzw. Gutscheine, womit die inländischen Teilnehmer gegenüber möglichen Investoren aus dem Ausland auch im Vergleich zu anderen Transitionsländern privilegiert behandelt wurden. Das Problem lag unter anderem auch darin, dass nur ein Teil des Staatkapitals zur Privatisierung angeboten wurde, während der Staat einen nicht unwesentlichen Teil einbehält, wobei nicht klar war, ob die Absicht bestand, diese Unternehmen in absehbarer Zeit öffentlich zum Verkauf anzubieten.

Dem Staat gelang es auf diese Weise, weiterhin eine wichtige Rolle in der Verwaltung des nicht verkauften Kapitals und Vermögens der öffentlichen Investitionsfonds zu spielen. Die Föderation von Bosnien-Herzegowina blieb im Besitz von etwa 15% des Vermögens in privatisierten Unternehmen, die Behörden in der Republika Srpska im Besitz von etwa 30%.²⁵⁶ So wurde der Staat zum größten Eigentümer der bosnisch-herzegowinischen Wirtschaft. Ihm stand das Recht auf Ernennung der Vorstände und Aufsichtsräte der teilprivatisierten Unternehmen zu.

²⁵⁶ Bojičić-Dželilović, V. / Čaušević, F. / Tomaš, R.: Bosnia and Herzegovina: Problems, obstacles and outcome of the reforms, European Balkan Observer Vol. 2, No. 4, Wien, Dezember 2004.

Dies galt insbesondere für so genannte „strategische“ Unternehmen, profitable monopolistische kommunale Unternehmen (z. B. Telekommunikation, Brauereien, Hotels) oder Industriegiganten, die ihre Märkte verloren haben und deren Arbeiter freigesetzt sind. Aus Angst vor sozialen Unruhen und Wahlniederlagen delegiert die Vollstreckungsbehörde die Konkursentscheidung meistens an ausländische Berater und entzieht sich somit der Verantwortung. In dieser Gruppierung befinden sich auch Unternehmen, deren Umstrukturierung zu einer Aussonderung der gesunden, wirtschaftlich aussichtsreichen Teile führen könnte. Wenn ihre Privatisierung nicht streng kontrolliert und unabhängig begleitet wird, könnten solche Firmen das Schicksal der profitablen strategischen Unternehmen teilen. Internationale Ausschreibungen, öffentlicher Verkauf u. ä. sind oft nur ein Vorwand für bereits ausgemachte „Arrangements“, bei denen bereits im Vorhinein die Bedingungen der Umstrukturierung, diverse Überweisungen auf Privatkontos und die Geschäftstätigkeiten nach vollbrachter Privatisierung bekannt sind.

Die Garantie, dass Privatisierungsprojekte wirklich zustande kommen, ist minimal und instabil. Die hohe Anzahl an Prozessen wegen Verkäufen, die vor dem Verfassungsgericht enden, zeugen von Irregularitäten, Intransparenz und unklaren Regelungen. Auf Bosnien-Herzegowina lastet der Ruf eines äußerst unsicheren, bestechlichen und geschäftlich ungünstigen Ambientes, was – neben den schon bekannten Problemen eines kleinen, geteilten und armen Marktes – die Bürger wiederum für lange Zeit vom nachhaltigen Wirtschaftswachstum trennt. All das hält mögliche ausländische Investoren fern.

Der Druck, eine transparentere und gesetzmäßigere Privatisierung durchzuführen, führte 2006 zur Verabschiedung des Gesetzes über die Revision der Privatisierung des Staatskapitals in den Unternehmen und Banken der Republika Srpska.²⁵⁷ Ein entsprechendes Gesetz ist auch für die Föderation von Bosnien-Herzegowina angekündigt. Dabei droht jedoch die Gefahr, dass sich die Revisionsprozesse in politischen Abrechnungen zwischen den Parteien verlieren, anstatt eine objektive und gründliche Aufsicht gegen den Missbrauch bei der Privatisierung zu befördern.

Der Kampf um die politische Kontrolle über Privatisierungseinnahmen wird höchstwahrscheinlich zu einer Konfiskation des schon verkauften Vermögens führen.

²⁵⁷ Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 51/06.

Dass die Rechte über das Privateigentum nicht gesichert und geschützt sind, ist eine sehr ungünstige Botschaft für mögliche Investoren und beeinflusst das schon angeschlagene Image Bosnien-Herzegowinas zusätzlich negativ, was dazu geführt hat, dass Bosnien-Herzegowina im Vergleich zu anderen Transitionsländern den niedrigsten Prozentsatz an direkten Auslandsinvestitionen aufweist. Zudem ist der Eigentumswechsel in fast jedem bedeutenden Unternehmen durch Affären gekennzeichnet und ein Gerichtsbeschluss wird für einige Privatisierungsprozesse strategischer Unternehmen erwartet.

Eine derartige Praxis in der Wirtschaftsverwaltung eines sozusagen „gefesselten Staates“, in dem alle Behördenebenen und Staatsinstitutionen in hohem Maße von Korruption erfasst sind, lässt nur eine Option mit dem Ziel der Schaffung einer möglichst effektiven und profitablen Wirtschaft zu: die beschleunigte Privatisierung des restlichen Staatskapitals und den Ausschluss des Staates von Wirtschaftsbelangen.

Von einigen Optionen für einen rapiden Privatisierungsabschluss (beispielsweise das Zu-Ende-Führen des bestehenden Modells oder ein äußerst liberaler Kapitalverkauf), hält man das Angebotsszenario für das restliche Staatskapital an der Börse am transparentesten, schnellsten und zutreffendsten. Gerechtfertigt ist daher die Frage nach einer besseren Regulierung der Geschäftstätigkeit in der Privatwirtschaft und einer Verhinderung der Kapitalkonzentration, bzw. des Entstehens monopolistischer Positionen. Eine Kosten- und Nutzenanalyse würde erweisen, dass jede Form der Privatisierung und Übertragung des Eigentums auf die Privatwirtschaft besser wäre als die weitere Verwaltung der Wirtschaft durch den Staat.

Gleichzeitig muss die Staatsadministration der Implementierung und Ausübung der korporativen Verwaltung mehr Aufmerksamkeit schenken, was auch die Möglichkeit für einen administrativen Wechsel darstellt. Auch müssen die von der Regierung gegründeten Fonds (Rentenversicherungsfonds und Restitutionsfonds) dringend in vollem Umfang konstituiert werden. Dem müssen transparente Schuldenabschreibungen mit einem klaren Ziel folgen, das auch die Umstrukturierung der Unternehmen umfasst. Dort, wo nicht privatisierte Unternehmen insolvent sind, müssen die Behörden nach Modalitäten für Liquidation oder Umorganisation suchen und das jeweilige Prozedere effizient einleiten. Die Gesetzgebung im Arbeitswesen

muss endlich das Problem der Arbeitskräfte, die fiktiv in den Firmen geführt werden, in Wirklichkeit aber schon seit Jahren nicht zur Arbeit kommen, lösen. Diese Maßnahmen können parallel zur beschleunigten Privatisierung durchgeführt und bei nicht privatisierten Vermögen, d. h. bei Unternehmen angewendet werden, die auch nach dem öffentlichen Angebot an der Börse unverkauft bleiben. Diese Angelegenheiten den Steuerpflichtigen anzulasten, hat weder eine ökonomische noch soziale oder ethische und politische Rechtfertigung.

6.3. Ergebnisse auf dem Kapitalmarkt

In den bisherigen Entwicklungsphasen des Finanzsystems in Bosnien-Herzegowina war eine rigide Finanzstruktur dominant (Hauptcharakteristik Bankenmonopol), die als einzige die Wirtschaft mit Umlauf- und Investitionskrediten versorgte.

Tabelle 13: Vermögenswert der Finanzvermittler

	2005		2006		2007		2008		2009	
	Mio. €	%	Mio. €	%	Mio. €	%	Mio. €	%	Mio. €	%
Banken	5.841	76,9	7.476	79,6	19.570	79,8	10.005	80,8	10.534	81,8
Investitionsfonds	916	12,0	794	8,4	1.762	7,2	900	4,8	444	3,5
Leasing / Handelsges.	337	4,4	524	5,6	1.378	5,6	704	6,2	819	6,4
Versicherungs- u. Rück- versicherungs- gesellschaften	345	4,5	361	3,8	853	3,5	436	3,5	482	3,8
Mikrokredit organisationen	160	2,2	248	2,6	946	3,9	483	4,7	549	4,5
Gesamt	7.599	100,0	9.403	100,0	24.509	100,0	12.528	100,0	12.828	100,0

Quelle: Kozarić, K.; Perspektive tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini, Konferenz der Sarajevo-Börse Sarajevo, 5.10.2010

Wie Tabelle 13 zeigt, ist eine solche Finanzstruktur weiterhin vorhanden. Neben dem Bedeutungszuwachs der Banken auf dem Finanzmarkt ist der tendenzielle Rückgang der relativen Beteiligung der Investitionsfonds besorgniserregend, da sie besonders nach der ersten Privatisierungswelle die Hauptrepräsentanten des Kapitalmarkts hätten sein sollen.

Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist kein Selbstzweck. Der Kapitalmarkt ist von großer Bedeutung für die nationale und internationale Ökonomie, wobei nicht nur die Kapitalinhaber und Unternehmer eine wichtige Rolle spielen, sondern auch ihre Beziehungen und die Art und Weise wie Märkte organisiert sind. Erst bei einer optimalen Kombination aller Faktoren realisieren Kapitalmärkte ihre Zielsetzungen.

Der Aufbau eines liquiden Kapitalmarkts sollte institutionelle Möglichkeiten schaffen, damit die Geldinvestoren (Einlageninhaber) zwischen der Investition ihrer Mittel bei Banken und direkten Platzierungen dieser Mittel durch Wertpapierkauf in gesunden Unternehmen wählen können. Mit anderen Worten, es wird danach eine institutionelle Wahlmöglichkeit zwischen der Platzierung von Spargeldern durch finanzielle Vermittlung und Direktplatzierung in kreditfähige Unternehmen geschaffen. Schon die institutionelle Wahlmöglichkeit zwischen den zwei Grundmechanismen für eine Platzierung der Spargelder bringt Konkurrenz in den Finanzsektor und erhöht die Effizienz bei der Verwendung der Geldmittel.

Kapitalbeschaffung mittels Wertpapieremission kann im Prinzip nur von Unternehmen mit einer hohen Bonität erfolgen. Daher ist der Markt auf spezialisierte Rating-Agenturen angewiesen, die den Bonitätsgrad von Unternehmen und Banken bestimmen, die Aktien oder Anleihen zur Investitionsfinanzierung auf den Kapitalmarkt bringen möchten. Das bedeutet, dass die Banken viele „gute“ Unternehmen als Klienten verlieren werden, weil sie nicht mehr auf traditionelle Finanzierungsformen wie Bankkredite angewiesen sind. Das kann auf den ersten Blick einen negativen Einfluss auf die Qualität der Aktiva in den Geschäftsbanken haben. In Wirklichkeit aber passen sich die Banken durch Erhöhung der Kreditstandards diesen Marktprozessen an, sodass die anspruchsvolleren Kriterien des Kapitalmarkts von den Banken übernommen werden. In diesem Sinne wirkt der Mechanismus des Kapitalmarkts positiv auf die Entstehung von strengeren Richtlinien für die Kreditvergabe der Geschäftsbanken sowie auf die Verstärkung der Konkurrenz unter den Banken ein.

Auch der Gutschein-Kapitalverkauf brachte kein frisches Kapital. Außerdem wurden potenzielle neue Investoren durch den hohen Anteil von Staatskapital entmutigt. Die einzige Alternative ist der Kauf von Sonderprojekten, was bedeutet, dass das Unternehmen aus dem üblichen Privatisierungsprogramm entfernt und als

„strategisches“ Unternehmen gekennzeichnet wird, wodurch eine intransparente Privatisierung zustande kommt, geleitet von einer kleinen Gruppe von Mitarbeitern in den Behörden.²⁵⁸

Diese Modelle sahen weder die Erzielung, noch das Ausweisen von Profit am Ende des Geschäftsjahres vor, und da das Privatisierungsprogramm selbst die neuen Eigentümer nicht für neue Investments oder Umstrukturierungen verpflichten konnte, gab es auch keine Sozialprogramme, bzw. keine Vorsorge für einen Überschuss an Arbeitskräften.

Das Aufschieben der Privatisierung bot den Behörden aber die Möglichkeit für Manipulationen. Der Verkauf von Kapital wurde äußerst intransparent durchgeführt – zum Nutzen der Börsenmakler und Interessengruppen, d. h. der neuen Geschäftselite, aber gegen das Interesse der Wirtschaft und der Bürger. Nachdem man mehrere Jahre mit der Auswahl eines Privatisierungsmodells verloren hatte, wurde die Eigentümertransformation erneut auf einen ungewissen Zeitraum aufgeschoben, indem die Unternehmen auf die Liste der so genannten „strategischen“ Unternehmen kamen, d. h. es wurde unterstellt, dass sie für den Staat von großer Bedeutung seien und als solche zuletzt privatisiert werden sollten. Die Massenprivatisierung durch Gutscheine und Zertifikate führte nicht zu den gewünschten Effekten, insbesondere nicht für die zu privatisierenden Unternehmen. Vielmehr profitierten die Privatisierungsfonds durch billige Käufe der Zertifikate, mit denen sie sich Anteile in Unternehmen aneigneten. Einige kleinere Unternehmen wurden in Versteigerungen direkt an Privatpersonen verkauft, die bereits einen bestimmten Unternehmensanteil in vorherigen manipulierten Privatisierungen erworben hatten.²⁵⁹

Das Tief an den Börsen – hervorgerufen durch intransparente Privatisierungen und einige Verfahren (im Besonderen durch die Vollstreckungsbehörden in der Republika Srpska) –, war das Resultat ungenügender neuer Investitionen in die einheimische Wirtschaft. Die Angaben in Tabelle 14 zeigen, dass Bosnien-Herzegowina gerade im Privatisierungsprozess eine große Chance für die Entwicklung des Kapitalmarkts gehabt hätte. Sie lassen auch den Schluss zu, dass Bosnien-Herzegowina vom Standpunkt des Umfangs der Marktkapitalisierung im Vergleich zum BIP anderer

²⁵⁸ Wijnbergen, S.: Bank restructuring and enterprise reform, EBRD, London, 1998.

²⁵⁹ Rička, Ž.: Tržište kapitala u zemljama u tranziciji, Revicon, Neum 2001, S. 193–233.

Länder nicht zurückblieb. Der jetzige Zustand aber zeigt, dass der rapide Wertverfall der angebotenen Wertpapiere das Weiterbestehen des Marktes selbst in Frage stellt.

Tabelle 14: Marktkapitalisierung–BIP Verhältnis

	2003	2004	2005	2006	2007
B.u.H.	–	23,7	36,2	59,8	71,8
Kroatien	18,7	28,7	34,8	64,6	119,6
Ungarn	18,3	23,0	31,6	33,8	32,4
Serbien	6,6	13,3	22,4	32,3	53,7
Slovenija	22,5	26,2	22,0	37,2	57,2

Quelle: EBRD: Transition report 2008, Financial sector in transition, S. 120

Höhere Kreditkosten verlangsamten die Kreditexpansion und führen zu einer ernsthaften Reduzierung der Kreditvergabe an den korporativen Sektor. Dieser Trend bewirkt in der Folge eine Verminderung der Investitionen im Land. Die Wirtschaftskrise führte zur Reduktion der Geldüberweisungen der Diaspora (Flüchtlinge aus Bosnien-Herzegowina mit Wohnsitz in westlichen Ländern) nach Bosnien-Herzegowina.

7. Schlussfolgerung: Inwieweit haben sich Fehler im Transitionsprozess auf die Entwicklung des Kapitalmarktes und auf die allgemeine Lage der Ökonomie ausgewirkt? Wie soll es weitergehen?

Die bisherige Erfahrung in Transitionsländern hat gezeigt, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes für die gesamte ökonomische Entwicklung sehr wichtig ist, sodass folgende Ziele der Entwicklung des Wertpapiermarktes in Bosnien-Herzegowina als erwähnenswert genannt werden können:

- die Unterstützung der ökonomischen Entwicklung,
- die Unterstützung der Unternehmensumstrukturierung,
- die Verbesserung der Kontrolle über die Unternehmensleitung,
- die Attraktion ausländischer Investitionen und Mobilisierung des inländischen Kapitals.

Damit sich die Finanzmärkte besser entwickeln können, müssen folgende Voraussetzungen erfüllt werden:

- kritische Masse von Spargeldern, die in Finanzmärkte investiert werden soll;
- Bereitschaft der Bevölkerung, ihre Spargelder in andere Finanzinstrumente zu transformieren: Aktien, Anleihen, Zertifikate usw.. Das ganze System muss so aufgebaut werden, dass die Besitzer motiviert werden, ihre Spargelder gegen ein bestimmtes Entgelt den defizitären Bereichen mit Hilfe der bereits erwähnten Instrumente zur Verfügung zu stellen;
- zufriedenstellende Nachfrage nach Finanzinstrumenten, die das Augenmerk der Inhaber der Spargelder anziehen würde;
- entsprechende Institutionen: Finanzmärkte können sich nicht entwickeln, wenn in der institutionellen Struktur eine große Asymmetrie herrscht und es keine wesentlichen intermediären Finanzinstitutionen gibt;
- politische, rechtliche und ökonomische Sicherheit der Beteiligten in den Finanzmärkten; die Finanzmärkte werden zwangsläufig versagen, solange die gerichtliche Verfolgung unsolider Unternehmen lax ist;
- ein niedriges politisches Risiko.

Heute ist Bosnien-Herzegowina nachweislich mit folgenden Marktproblemen konfrontiert:

- eine nicht zufriedenstellende Struktur und Menge an Instrumenten des Kapitalmarktes;
- kein Zugang zum internationalen Kapitalmarkt;
- Rückstand in der Anwendung der Rechnungslegungsstandards;
- ungünstiges Umfeld hinsichtlich des Schutzes von Investoren.

Eine der wichtigsten Voraussetzungen für die Kapitalmarktentwicklung ist die Gestaltung der notwendigen Nachfrage nach Wertpapieren, wobei die institutionellen Investoren die wichtigste Rolle spielen. Reformen der Rentenfonds und die Bildung von Investitions- und Gemeinschaftsfonds kündigen das Entstehen der noch fehlenden Nachfrage an. Mit den Veränderungen im Bereich der ökonomischen Stabilität und der Entwicklung der Produktion wird auch die Wichtigkeit und Stabilität der Rentenfonds steigen, und im Privatisierungsprozess werden die Investitionsfonds eine neue Nachfrage formieren. Obwohl die Nachfrage dieser Investoren nach Wertpapieren wesentlich steigen wird, wird sich ihr Einfluss auf die Marktliquidität nicht wesentlich ändern. Viel wichtiger wird die Transparenz des Kapitalmarktes sein. Auf diese Weise werden ausländische institutionelle und andere Investoren angezogen, bzw. wird die Marktliquidität erhöht.

Für die weitere Kapitalmarktentwicklung wäre auch eine Fusion der regionalen Kapitalmärkte vorteilhaft und eine Minderung des Umfangs der öffentlichen Abgaben, die derzeit 47% des BIP betragen.

Man könnte behaupten, dass es zur Zeit in Bosnien-Herzegowina noch kaum einen Kapitalmarkt gibt. Das ist auf den ineffizienten Transitionsprozess zurückzuführen, auf die Probleme der Privatisierung, die allgemeine ökonomische Rezession, aber auch auf die Unterschätzung und den Missbrauch von Seiten der Hauptbeteiligten auf dem Markt, der Regulatoren, Investoren, professionellen Vermittler, der Börse, ja sogar der Emittenten. So kann man leicht zu dem Schluss kommen, dass der Kapitalmarkt seine Grundfunktionen zum jetzigen Zeitpunkt nicht wahrnimmt. Der primäre Markt führt nämlich, dank früherer Versäumnisse der Transition, objektiv

nicht die defizitären und suffizienten Bereiche in einen Zusammenhang. Zumindest nicht die richtigen, marktorientierten Investoren. Es werden vielmehr defizitäre Bereiche, zu diesem Zeitpunkt noch nicht privatisierte Unternehmen und geeignete Investoren miteinander in Verbindung gebracht. Der primäre Markt, an dem Unternehmen durch Wertpapieremissionen zu frischem Kapital kommen, ist so nicht zur Alternative für die Finanzierungssuche geworden, sondern stellt eine effiziente Such- und Einführungsmethode für einen „strategisch wichtigen Partner“ dar. Das wird auch dadurch illustriert, dass es im Jahr 2009 achtmal mehr Emissionen im geschlossenen Verkauf (Verkäufe von neuen Aktien an bestehende Aktieninhaber im Wert von 267 Mio. BAM) als öffentliche Angebote (33 Mio. BAM) gab.²⁶⁰ Dem kann die mögliche, aber sehr schwer zu bestätigende Annahme hinzugefügt werden, dass durch intransparente Privatisierungen „strategisch wichtige Käufer“ für einige Unternehmen einen viel höheren Preis bezahlt haben, als die jeweiligen Unternehmen wert sind. Unter Bedingungen, in denen es keine Marktkonkurrenz gab und auch keine Konzentration von Angebot und Nachfrage, konnte keine Rede von realer Preisbildung für die zu privatisierenden Unternehmen sein. Dabei glich der Emissionspreis meistens dem Nominalwert, obwohl sich der nominale Wert, wie in den vorangehenden Abschnitten schon dargelegt, wesentlich von dem realen Wert – der in der Privatisierung angebotenen Unternehmen – unterschied.

Die zweite Funktion des Kapitalmarktes, die Konzentration von Angebot und Nachfrage, wurde nie erreicht, nicht einmal in den besten Zeiten – zum Großteil deswegen, weil am Kapitalmarkt auch eine Art von grauer Wirtschaft herrschte, die sich in den Aktivitäten der Vermittler, die im Interesse der Brokerhäuser arbeiten, widerspiegelte. Ohne eine echte Konzentration des Angebots und der Nachfrage auf dem Kapitalmarkt kann man keine realen Marktpreise erwarten. Es genügte, die Häufigkeit der prompten Preisschwankungen sogar bei den liquidesten Wertpapieren zu analysieren, um zu verstehen, dass das System der Preisfestsetzung nicht funktioniert und man sich auf die in Marktanalysen ausgewiesenen Preise nicht verlassen sollte.

Verantwortlich für diese Lage sind natürlich vor allem die so genannten „professionellen“ Vermittler, denen es nicht gelungen ist, ein professionelles

²⁶⁰ Komisija za vrijednosne papire FBiH, Izvještaj o radu, 2009.

Verhältnis gegenüber dem Beruf, den sie ausüben, aufzubauen, was zum Einsturz des ganzen Kapitalmarktes führen kann.

Die herrschende Markttransparenz, bewertet nach der Informationszugänglichkeit, erscheint auf den ersten Blick als freiwillige Veröffentlichung von Informationen durch die Emittenten. Doch diese Form von Transparenz ist dem Druck, den die Kontrollorgane auf die Emittenten ausüben, zu verdanken.

Alle diese Erscheinungen erzeugen große Schäden für den Kapitalmarkt in Bosnien-Herzegowina. Der bosnisch-herzegowinische Markt war und ist noch immer weder aufgeschlossen noch interessant für strategische ausländische Investitionen, mit Ausnahme von kurzfristigen spekulativen Aktienkäufen. Betrachtet man aber die Gesamtfolgen des Mangels an Kapitalzufluss, dann erkennt man, dass sie weitreichende Auswirkungen haben. Die Folgen für den Kapitalmarkt sind: Illiquidität, Mangel an Marktmaterial, nicht harmonisierte Vorschriften – die Börsenaktivitäten einschränken – sowie ein vollkommen zersplitterter Markt. Wenn die Ursachen der heutigen Probleme beseitigen werden sollen, muss bei der Anwendung des Prinzips korporativer Verwaltung und der Funktionsfähigkeit der Institutionen des Kapitalmarktes begonnen werden.

In Bosnien-Herzegowina wurden die Grundprinzipien der korporativen Verwaltung übernommen und zum Großteil in den Vorschriften verankert. Die praktische Umsetzung dieser Prinzipien aber wurde weder erlernt noch in die Tat umgesetzt. Das größte Problem scheint Unverständnis zu sein, bzw. der Missbrauch der Prinzipien der Trennung des persönlichen und korporativen Eigentums durch Konzentration der effektiven Kontrolle sowie die Negation der Unabhängigkeit der Verwaltungsorgane und der Missbrauch mit dem Eigentum, der daraus folgt. Das Problem der institutionellen Funktionsfähigkeit wurde schon weiter oben erklärt.

Man kann schlussfolgern, dass der gesamte Kapitalmarkt in Bosnien-Herzegowina die erste ihm gebotene Chance nicht genutzt hat. Die Chance haben lediglich die Vermittler genutzt, doch standen dabei hauptsächlich persönliche Interessen im Vordergrund.

Auf alle diese subjektiven Schwächen, die der Binnenmarkt gezeigt hat, hatte die Weltwirtschaftskrise von 2008/09 eine ungünstige, genauer gesagt, eine katastrophale

Wirkung. Die inländischen Investoren, die einst große Erwartungen hatten, sind jetzt vor allem damit beschäftigt, die minimale Liquidität der lokalen Börsen zu erhalten. Für die Rückkehr des Kapitalmarktes von Bosnien-Herzegowina zu liquideren Verhältnissen wären die Erholung der globalen Ökonomie, die Verbesserung des Ratings im Land und ein besseres Angebot an Marktmaterial notwendig. Der Umfang des Börsenabsturzes ist aus der folgenden Tabelle ersichtlich:

Tabelle 15: Die größten Verlierer unter den Börsen 2008

Land	Index	Sturz (%)
Island	OMX	-96,51
Ukraine	PFTS	-80,59
Bulgarien	SOFIX	-76,74
Serbien	BELEX 15	-75,32
Zypern	CSE	-73,64
Rumänien	BET	-69,78
Russland	RTS	-66,74
Bosnien-Herzegowina-FbuH	SASX 10	-66,52
Slowenien	SBI 20	-62,50
Bosnien-Herzegowina-RS	BIRS	-59,51

Quelle: Hodžić A.; *Aktuelno stanje i budućnost Sarajevske berze i pozicija profesionalnih posrednika*, IX Međunarodni simpozij, Neum 2010

Es kann daher nicht verwundern, dass viele Teilnehmer am Kapitalmarkt in Bosnien-Herzegowina dazu neigen, die Rettung wieder im Staat zu suchen. Um funktionsfähig zu sein, muss der Markt effizient, transparent und fair sein.

Die Markteffizienz bestimmt die Relation des Preises und die Konzentration des Angebots und der Nachfrage. Je mehr der Preis das Angebot-Nachfrage-Verhältnis widerspiegelt, desto effizienter ist der Finanzmarkt. Wenn irgendein Marktteilnehmer, ob beim Angebot oder bei der Nachfrage, Einfluss hat, den Preis zu diktieren, ist der Markt weniger effizient.

Transparenz auf dem Finanzmarkt besteht nicht nur in der pflichtbewussten Veröffentlichung der den Sets vorgeschriebenen Informationen, sondern betrifft das Gesamtverhältnis aller Teilnehmer und Institutionen des Kapitalmarktes zueinander.

Letzten Endes wird ein faires Verhältnis auf dem Markt dadurch gesichert, dass alle Subjekte den gleichen Zugang zum Markt haben. Der Schutz der Investoren muss auf der Gleichbehandlung, Qualifikation und moralischen Integrität der Marktteilnehmer und der Institutionen beruhen.

Die Durchsetzung dieser Regeln wurden der Wertpapieraufsicht als dem Repräsentanten des Staates für den Kapitalmarkt als Aufgabe gestellt. Es ist bekannt, dass es in Transitionsländern nicht möglich ist, die Rolle und die Aufgaben der Aufsicht umzusetzen, wenn es keinen ehrlichen Willen gibt, ihre Beschlüsse und Entscheidungen zu akzeptieren und wenn nicht alle Subjekte, die letzten Endes vom Markt leben, auch für ihn eintreten. Jede entgegen-gesetzte Aktivität ist ein kurzfristiger Ansatz, der zum Rückgang des Marktes beiträgt. In diesem Fall ein effizientes Wirken des Staates zu erwarten, ist kaum möglich.

Aus den obgenannten Voraussetzungen für den Aufbau eines effektiven Kapitalmarktes geht hervor, dass es nicht ausreicht, nur institutionelle Rahmenbedingungen für seine Existenz zu schaffen. Es muss noch einmal darauf hingewiesen werden, welche Wichtigkeit der Privatisierungsprozess beim Aufbau eines nachhaltigen Kapitalmarktes hatte und weiter haben soll. Damit der Kapitalmarkt die vorher genannten Charakteristiken aufweist, muss der gesamte Finanzmarkt die Voraussetzungen dafür schaffen, dass ein bestimmtes Mindestangebot an Kapitalmarktinstrumenten vorhanden ist. Ohne die Instrumente des Kapitalmarktes werden institutionelle Voraussetzungen kaum zur Erhaltung des Marktes beitragen. Gerade eine gut organisierte und rasche Unternehmensprivatisierung kann und muss der Hauptantrieb für seine Entwicklung sein, aber auch ein Antrieb für die Entwicklung der gesamten Volkswirtschaft.

Um Voraussetzungen für die Umsetzung dieser Ziele auf dem Kapitalmarkt zu schaffen, ist die Bildung eines stabilen politischen und ökonomischen Umfeldes notwendig. Ohne diese Stabilität muss man auch in Zukunft mit Reserven der Investoren gegenüber Investitionen in Bosnien-Herzegowina rechnen.

Literaturverzeichnis

Autorengruppe: "Finansijska tržišta, sistem regulisanja odnosa" (Finanzmärkte, System zur Regulierung von Beziehungen), Savez ekonomista Srbije, 1996.g.

Autorengruppe: "Opšti problemi razvoja finansijskog tržišta" (Die allgemeinen Probleme der Entwicklung von Finanzmärkten), Savez ekonomista Srbije, 1995.g.

Autorengruppe: "Finansijska tržišta" (Die Finanzmärkte), Savez ekonomista Srbije, 1996.g.

Autorengruppe: "Privatizacija preduzeća i banaka u BiH" (Die Privatisierung von Unternehmen und Banken in BiH), Revicon, Sarajevo, 1998.g.

Autorengruppe: Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini- okviri prilog za panel diskusiju na 13. Znanstveno-stručnoj konferenciji, Hrvatsko novčano tržište, 2006.

Autorengruppe: Uloga regulatora na tržištu kapitala u zaštiti interesa vanjskih korisnika, Zbornik: VIII međunarodni simpozij, Reforme u BiH put ka europskim integracijama, Neum 24.-26.V 2007, Revicon.

Autorengruppe: Trgovanje na tržištu kapitala u FBiH, Zbornik: VII međunarodni simpozij, Reforme u BiH u funkciji razvoja, Neum 25.-27.V 2006, Revicon.

Babić, V. / Maksimović, L.: "Inostrani kapital kao faktor razvoja zemalja u tranziciji" (Ausländisches Kapital als Entwicklungsfaktor in Transitionsländern), zbornik radova, Univerzitet u Kragujevcu, 2008.g.

Bieber, F.: "Governing Post-War Bosnia-Herzegovina", in: Minority Governance Concepts in Europe on the Threshold of the Twenty-first Century. Budapest, 2002.

Bojičić-Dželimović, V. / Čaušević, F. / Tomaš, R.: "Bosnia and Herzegovina: Problems, obstacles and outcome of the reforms", European Balkan Observer Vol. 2, No. 4, Wien, Dezember 2004.

Božić, N.: "Tržište kapitala - dugoročne hartije od vrednosti" (Kapitalmarkt – langfristige Wertpapiere), ITGP Prometej, Beograd, 1994.g.

Cooper, S. / Foster, D.: "The financial marketplace", Addison Wesley p.c. New York, 1993.

Cvijetičanin, M.: "Kako čitati burzovna izvješća" (Wie liest man Börsenberichte), Infoinvest, Zagreb, 1994.g.

Ćirović, M.: "Bankarski menadžment" (Bankwesen), Ekonomski institut, Beograd, 1995.g.

Ćosić, B. / Jorgić, B. / Pujić, D.: "Berza hartija od vrijednosti i berzansko poslovanje" (Die Wertpapierbörse und Börsengeschäfte), JTK Beograd, Beograd, 1991.g.

Čobeljčić, N. / Rosić, I.: "Privredni razvoj i privredni system Jugoslavije", Beograd, 1989

Čolanović, D.: "Zbornik: Emisija hartija od vrednosti u funkciji razvoja", Ekonomski institut Beograd, 1989.

Dabić, S.: "Hartije od vrednosti i njihovo tržište" (Wertpapiere und ihr Markt), Naučna knjiga, Beograd, 1990.g.

Dizdarević, S.: "Dioničari i dioničko društvo" (Aktionäre und Aktiengesellschaft, Universitätsbuch), Univerzitetska knjiga, Sarajevo, 2004.

Drabek, Z.: "Financial reform in Central and Eastern Europe", St.Martins Press, London, 1997.

Fabozzi, F. J. / Modigliani, F. / Ferri, M. G.: "Foundations of financial markets and institutions", Prentice Hall International, New Jersey, 1994.

Ferizović, M.: "Finanzmarkt – Operative und Institutionskonfiguration", Fakultät für Wirtschaftswissenschaft in Bihać, 2004, Universitätsbuch.

Ferizović, M.: "Eigentumsrestrukturierung in der Funktion der Entwicklung von Finanzmarkt", Sarajevo 2002, Monographie Nr. 6.

Hamzagić, F.: "Clearing and Settlement", Vijeće kongresa bošnjačkih intelektualaca, Sarajevo, 2005.

- Hamzagić, F.:* “Berza i berzansko poslovanje” (Die Börse und Börsengeschäfte), Vijeće kongresa bošnjačkih intelektualaca, Sarajevo, 2001.
- Hamzagić, F.:* “Vrijednosni papiri” (Wertpapiere), Vijeće kongresa bošnjačkih intelektualaca, Sarajevo, 2003.
- Hanžeković M.:* “Vrijednosni papiri i njihovo tržište” (Wertpapiere und ihr Markt), Institut za javne finansije, Zagreb, 1990.g.
- Hanžeković, M.:* “Trgovanje –preko šaltera-“ (Der OTC-Handel), Institut za javne finansije, Zagreb, 1990.g.
- Hasić, D.:* “Ratne štete u Sarajevu”(Kriegsschäden in Sarajewo), Sarajevo, 2006.g.
- Imhof, L. W.:* “Securities processing”, American bankers association, 1995.
- Jeremić, Z.:* “Finansijska tržišta” (Die Finanzmärkte), Beograd, 2008.g.
- Jovanović-Gavrilović, P.:* “Međunarodno poslovno finansiranje” (Internationale Unternehmensfinanzierung), Ekonomski fakultet, Beograd, 1986.g.
- Jović, S.:* “Bankarstvo” (Das Bankwesen), Naučna knjiga, Beograd, 1990.g.
- Kardelj, E.:* “Pravci razvoja političkog sistema socijalističkog samoupravljanja“ (Die Richtungen der Entwicklung des politischen Systems der sozialistischen Selbstverwaltung), Izdavački centar komunist, Beograd, 1977.g.
- Klobučar, J.:* “Početni bilans stanja preduzeća”, Zbornik: Privatizacija preduzeća i banaka u BiH, Revicon, 1998
- Komazec, S.:* “Finansijska tržišta i berze” (Finanzmärkte und Börsen)
- Kowalski, T.:* “Financial reform in emerging market economies”, Poznan university of economics, Poznan, 1997.
- Lasić, V.:* “Koncept modela privatizacije u Hrvatskoj” (Das Privatisierungsmodell in Kroatien), Ekonomski pregled, br. 1-2, 2000.
- Mullineux A.:* “Financial reform in Central and Eastern Europe”, N.S.Publishers, Commack, 1998.
- Papuga, M. / Orsag, S. / Mikac A.:* “Uvod u finansijsko tržište itržište vrijednosnih papira” (Einführung in den Finanz- und Wertpapiermarkt), Zagrebačka poslovna škola, Zagreb, 1990.g.
- Phare:* “Assistance for economic restusturing in the countries of Central and Eastern Europe”, Commission of the European communities, Brussels, 1992.
- Pöschl, J.:* “Transition Countries in 1998/99.: Widespread Economic S. Slowdown with Escalating Structural Problems”, Research Reports, No.253, February 1999. The Vienna Institute for Comparative Economic Studies.
- Ristić, Ž. :* “Tržište kapitala” (Der Kapitalmarkt), Privredni pregled, Beograd, 1990.g.
- Rostowski, J.:* “Reforma bankarstva u centralnoj Evropi i bivšem Sovjetskom Savezu” (Die Bankenreform in Mitteleuropa und der ehemaligen Sowjetunion), Editio economica, Sarajevo, 1998.g.
- Vasiljević, B.:* “Osnovi finansijskog tržišta” (Die Grundlagen von Finanzmärkten), Diamond Hard, Beograd, 1997.g.
- Veselinović, D.:* “Borzni priročnik” (Das Börsenhandbuch) Gospodarski vestnik”, Ljubljana, 1995.g.

ARTIKEL

Agencija za privatizaciju FBiH, 2008 und TI: Privatizacija državnog kapitala u Bosni i Hercegovini, Banja Luka, 2009

Agencija za privatizaciju FBiH: Izvještaj 2002.g.

Bojčić-Dželimović, V. / Čaušević, F. / Tomaš, R.: "Bosnia and Herzegovina: Problems, obstacles and outcome of the reforms", European Balkan Observer Vol. 2, No. 4, Vienna, 2004.g.

Čaušević, F.: "Transparency International BiH", Konferenz Holiday Inn, Sarajevo, 17.12.2008

Domljan, V.: "Tržište kapitala u evropskim tranzicijskim zemljama" (Die Kapitalmärkte in den europäischen Transitionsländern), Porezni savjetnik, br.10., Sarajevo, 2000.g.

Ehrke, M.: „Bosnien: Zur politischen Ökonomie erzwungenen Friedens“, Studie Friedrich-Ebert Stiftung, Bonn.

Ekonomski institut Sarajevo: Ekonomski razvoj do 2000. god. kao faktor prostornog uređenja SR Bosne i Hercegovine, 1980

Golić, B.: "Ökonomik des Raumes in der Wirtschaftsentwicklung von BiH" (Raumökonomie in der wirtschaftlichen Entwicklung von BiH), Sarajevo, 1994.

Hodžić, A.: „Aktuelno stanje i budućnost Sarajevske berze i pozicija profesionalnih posrednika“, IX Međunarodni simpozij, Neum 2010.

Kalodera, D.: "Privatizacija u stabilizaciji i razvoju Hrvatskog gospodarstva" (Privatisierung in der Stabilisierung und Entwicklung der kroatischen Wirtschaft), Društvena istraživanja, br.2, 1993.g.

Kozarić, K.: „Perspektive tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini“, Konferenz der Sarajevo-Börse Sarajevo, 5.10.2010

Mekina, I.: "Economic Overview of the Former-Yugoslav successor states". 2001, http://www.bosnia.org.uk/bosrep/report_format.cfm?articleid=729&reportid=150

Njavro, Đ.: "Privatizacija, promjene gospodarskih struktura" (Privatisierung, Veränderungen von wirtschaftlichen Strukturen), Društvena istraživanja, br.1., Zagreb, 1993.g.

Radmilović, S.: "Finansijska tržišta-zbornik" (Die Finanzmärkte-Sammlung), Finansing centar, Novi Sad, 1994.g.

Ribnikar, I.: "Ukidanje društvenog vlasništva" (Die Abschaffung gesellschaftlichen Eigentums), Društvena istraživanja, Zagreb, br.1, 1993.g.

Rička, Ž.: "Tržište kapitala u zemljama u tranziciji" (Der Kapitalmarkt in Transitionsländern), Neum, 2005.g.

Škreb, M.: "Iskustva tranzicije u Hrvatskoj" (Die Transformationserfahrungen in Kroatien), Narodna banka Hrvatske, sept.1998.g.

Wijnbergen, S.: "Bank restructuring and enterprise reform", EBRD, London, 1998.

GESETZESTEXTE

Zakon o akcijskom fondu (Aktienfondsgesetz)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 38/01 und 45/05

Zakon o bankama i kreditnom poslovanju (Gesetz über Banken und Kreditgeschäfte)

Službeni list SFRJ, Nr. 65/09

Zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama (Gesetz über Banken und andere Finanzinstitute)

Službeni list SFRJ, Nr. 10/89 und 40/89

Zakon o centralnom registru hartijam od vrijednosti (Gesetz über das zentrale Wertpapierregister)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98

Zakon o društvenom kapitalu (Gesellschaftskapitalgesetz)

Službeni list SFRJ, Nr. 84/89 und 46/90

Zakon o društvima za upravljanje fondovima i o investicionim fondovima (Gesetz über die Gesellschaften für die Fonds- und Investitionsfondsverwaltung)

Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03

Zakon o društvima za upravljanje fondovima i o investicionim fondovima (Gesetz über die Gesellschaft für Fondsverwaltung und Investitionsfonds)

Službene novine FBiH, Nr. 41/98, 36/99 und 36/00

Zakon o finansijskom poslovanju (Gesetz über die Abwicklung von Finanzgeschäften)

Službeni list SFRJ, Nr. 35/89

Zakon o hartijama od vrijednosti (Wertpapiergesetz)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 4/02

Zakon o isplati ličnih dohodaka (Gesetz über die Lohnauszahlung)

Službeni list SFRJ, Nr. 37/90 und 84/90

Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima (Gesetz über die Privatisierung des Staatskapitals in den Unternehmen)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 51/06, 1/07, 53/07, 41/08, 58/09

Zakon o komisiji za vrijednosne papire (Gesetz über die Wertpapierkommission)

Službene novine FBiH, Nr. 39/98 und 36/99

Zakon o koncesijama (Konzessionsgesetz)

Službene novine Republike Srpske, Nr. 92/09

Zakon o mjenici i čeku (Gesetz über Wechselscheine und Schecks)

Službene novine FBiH, Nr. 32/00

Zakon o novčanom sistemu (Gesetz über das Währungssystem)

Službeni list SFRJ, Nr. 49/5

Zakon o obligacionim odnosima (Gesetz über Schuldverhältnisse)

Službeni list SFRJ, Nr. 29/78 und 39/85

Zakon o papirima od vrijednosti (Wertpapiergesetz)

Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03, 27/04 und 42/04

Zakon o početnom bilansu stanja u postupku privatizacije državnog kapitala u preduzećima (Gesetz über die Ausgangsbilanz in der Privatisierung von Staatskapital in den Unternehmen)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98

Zakon o početnom bilansu stanja u postupku privatizacije državnog kapitala u bankama (Gesetz über die Ausgangsbilanz in dem Privatisierungsverfahren des Staatskapitals in den Banken)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98

Zakon o početnom bilansu stanja preduzeća i banaka (Gesetz über die Ausgangsbilanz der Unternehmen und Banken)

Službene novine FBiH, Nr. 12/98 und 40/99

Zakon o preduzećima (Unternehmensgesetz)

Službeni list SFRJ, Nr. 77/88, 40/89, 46/90 und 61/90

Zakon o preuzimanju akcionarskih društava (Gesetz über die Übernahme von Aktiengesellschaften)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98

Zakon o preuzimanju dioničkih društava (Gesetz über die Übernahme von Aktien-gesellschaften)

Službene novine FBiH, Nr. 7/06

Zakon o privatizaciji državnog kapitala u bankama (Gesetz über die Privatisierung des Staatskapitals in den Banken)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98

Zakon o privatizaciji državnog kapitala u FBiH (Gesetz über die Privatisierung des staatlichen Kapitals in der Föderation von Bosnien-Herzegowina)

Službene novine FBiH, Nr. 27/97

Zakon o privatizaciji državnog kapitala (Gesetz über die Privatisierung des Staatskapitals)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98

Zakon o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima (Gesetz über die Privatisierung des Staatskapitals in den Unternehmen)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 51/06

Zakon o privrednim društvima (Gesetz über Wirtschaftsgesellschaften)

Službene novine FBiH, Nr. 23/99 und 23/00

Zakon o privatizaciji preduzeća u Brčko Distriktu Bosne i Hercegovine (Privatisierungsgesetz für Unternehmen)

Službeni novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03, 27/04 und 42/04

Zakon o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima (Gesetz über Gesellschaften für Fonds- und Investitionsfondsverwaltung)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98, 41/98, 63/02 und 67/05

Zakon o privatizaciji poslovnih prostora i garaža (Gesetz über die Privatisierung von Geschäftsräumlichkeiten und Garagen)

Službeni list SFRJ, Nr. 98/04, 74/07 und 11/06

Zakon o registru vrijednosnih papira (Gesetz über das Wertpapierregister)

Službene novine FBiH, Nr. 39/98

Zakon o reviziji privatizacije u državnim preduzećima i bankama (Gesetz über die Privatisierungsrevision in staatlichen Unternehmen und Banken)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 33/06

Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (Gesetz über den Wertpapiermarkt)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 92/06

Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala (Gesetz über den Geld- und Wertpapiermarkt)

Službeni list SFRJ, Nr. 64/89

Zakon o udruženom radu (Gesetz über assoziierte Arbeit)

Službeni list SFRJ, Nr. 53/1976

Zakon o uslovima prodaje akcija iz oblasti naftne industrije Republike Srpske (Gesetz über die Verkaufsbedingungen von Aktien in der Ölindustrie in der Republika Srpska)

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 20/07 und 68/07

Zakon o vrijednosnim papirima (Wertpapiergesetz)

Službene novine FBiH, Nr. 29/89, 39/98 und 64/89

Zakon o vrijednosnim papirima (Wertpapiergesetz)

Službeni list SFRJ, Nr. 64/89 und 29/90

JAHRBÜCHER UND BERICHTE

Außenwirtschaft Österreich: Bosnien-Herzegowina, AWO-Länderinfo der Außenhandelsstelle Sarajevo, 2002

EBRD: "Transition report 1998.", 1999.g.

EBRD: "Transition report 1999.", 1999.g.

EBRD: "Transition report 2006.", 1999.g.

EBRD: "Transition report 2008.", 1999.g.

Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2003, Sarajevo 2004

Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2004, Sarajevo 2005

Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2006, Sarajevo 2007

Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2007, Sarajevo 2008

Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2008, Sarajevo 2009

Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2009, Sarajevo 2010

Godišnji izvještaj Sarajevske berze 2010, Sarajevo 2011

Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2001. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2002.

Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2002. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2003.

Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2003. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2004.

Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2005. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2006.

Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2009. godinu, Komisija za vrijednosne papire FBiH, Sarajevo 2010.

Statistički godišnjak Jugoslavije za 1989.god. (Statistisches Jahrbuch Jugoslawiens für 1989)

Centralna banka BiH: "Bilten br.1", 2000.g.

Centralna banka BiH: "Bilten br.3", 2002.g.

Materijalni i društveni razvoj SR BiH od 1947-1984.g. (Materielle und soziale Entwicklung SR Bosnien und Herzegowinas 1947-1984), Sarajevo 1986.g

Statistički godišnjak BiH za 1989.g. (Statistisches Jahrbuch SR Bosnien und Herzegowinas für 1989)

Statistički godišnjaci Jugoslavije za 1981, 1982, 1983, 1986 i 1989.g. (Statistisches Jahrbuch Jugoslawiens für 1981, 1982, 1983, 1986 und 1989)

Statistički godišnjak SR BiH za 1989, RZS, Sarajevo (Statistisches Jahrbuch SR Bosnien und Herzegowinas für 1989)

Materijalni i društveni razvoj SR BiH 1947-1984 (Materielle und soziale Entwicklung SR Bosnien und Herzegowinas 1947-1984), Sarajevo, 1986.g

Dugoročni društveni plan BiH za period 1986-200.g (Langfristiger Wirtschaftsplan BiH für den Zeitraum 1986-200.), Sarajevo, 1986.g

Izvještaj o analizi stanja privrede, socijalne sfere i javne administracije u BiH (Bericht über die Wirtschaftssituation, den Sozialbereich und der öffentlichen Verwaltung in BiH) (ekspertiza), Ekonomski institut Sarajevo, Sarajevo, 1995.g.

The World Bank: "Bosnia and Herzegovina – Country Economic Memorandum", Report No. 29500-BA, Maj 2005.

The World Bank: "Bosnia and Herzegovina – Poverty Assessment." Main Report, Volume 1, Report No. 25343-BIH, 2003.

The World Bank: "Bosnia and Herzegovina – From Aid Dependency to Fiscal Self-Reliance. A Public Expenditure and Institutional Review." Report No. 24297 – BiH, 2002.

The World Bank: "Bosnia and Herzegovina – Post-Conflict Reconstruction and the Transition to a Market Economy." An OED Evaluation of World Bank Support. Washington, DC, 2004.

Materijalni i društveni razvoj Bosne i Hercegovine 1947-1972 (Materielle und soziale Entwicklung SR Bosnien und Herzegowinas 1947-1972), Statistički godišnjak 1991.g.

IMF Country Report No. 05/198: Bosnia and Herzegovina: Selected Economic Issues, International Monetary Fund, June 2005.

Investiciono razvojna banka Republike Srpske, Informacija o privatizaciji, 2008.g. (Investitions- und Entwicklungsbank der Republik Srpska, Information zur Privatisierung)

Transparency international: "Privatizacija državnog kapitala u Bosni i Hercegovini", Banja Luka, 2009.g. (Die Privatisierung des Staatskapitals in Bosnien und Herzegowina, Banja Luka, 2009)

Zbornik radova i izlaganja na šestom godišnjem seminaru u Dubrovniku: Korporativno upravljanje i tržište kapitala u BiH (Corporate Governance und Kapitalmarkt in BiH), 2006.

ANHANG

Gesetzliche Rahmenbedingungen für die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Föderation Bosnien und Herzegowina (1998–2006)

Federacije Bosne i Hercegovine (FBiH)

ZAKON O VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Službene novine FBiH, Nr. 39/98, 36/99

ZAKON O KOMISIJI ZA VRIJEDNOSNE PAPIRE

Službene novine FBiH, Nr. 39/98, 36/99 und 33/04

ZAKON O REGISTRU VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 39/98, 36/99 und 33/04

ZAKON O PREUZIMANJU DIONIČKIH DRUŠTAVA

Službene novine FBiH, Nr. 7/06

ZAKON O DRUŠTVIMA ZA UPRAVLJANJE FONDOVIMA I O INVESTICIONIM FONDOVIMA

Službene novine FBiH, Nr. 41/98, 36/99, 36/00, 27/02, 44/02, 50/03 und 70/04

PRAVILNIK O USLOVIMA I POSTUPKU KUPOVINE I PRODAJE VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 91/07

PRAVILNIK O UVJETIMA I POSTUPKU IZDAVANJA DOZVOLE ZA OSNIVANJE PRIVATIZACIJSKOG DRUŠTVA, DOZVOLE ZA UPRAVLJANJE PRIVATIZACIJSKIM FONDOVIMA I DOZVOLE ZA OSNIVANJE PRIVATIZACIJSKOG FONDA

Službene novine FBiH, Nr. 29/99, 44/99, 14/00, 57/00, 20/03 und 30/04

PRAVILNIK O OBAVLJANJU POSLOVA DEPOZITARA ZA PRIVATIZACIJSKE INVESTICIONE FONDOSVE

Službene novine FBiH, Nr. 20/03 und 30/04

PRAVILNIK O REGISTRACIJI I PRIJENOSU VRIJEDNOSNIH PAPIRA KOD REGISTRA VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 32/99, 6/01, 51/01, 58/05, 10/06 und 72/07

PRAVILNIK O OBLIKU I SADRŽAJU PROSPEKTA DIONICA PRVE EMISIJE PRIVATIZACIJSKOG FONDA

Službene novine FBiH, Nr. 32/99, 30/00 und 13/01

PRAVILNIK O JAVNOJ PROMOCIJI DRUŠTAVA ZA UPRAVLJANJE PRIVATIZACIJSKIM INVESTICIONIM FONDOVIMA I PRIVATIZACIJSKIH INVESTICIONIH FONDOVA

Službene novine FBiH, Nr. 42/99

PRAVILNIK O NAČINU OBAVLJANJA NADZORA NA TRŽIŠTU VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr.23/05

PRAVILNIK O IZVJEŠTAVANJU I OBAVEZONOM OBJAVLJIVANJU IZVJEŠTAJA DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE PRIVATIZACIJSKIM INVESTICIONIM FONDOVIMA I PRIVATIZACIJSKOG INVESTICIONOG FONDA

Službene novine FBiH, Nr. 57/01

PRAVILNIK O REVIZIJI FINACIJSKIH IZVJEŠĆA I POSLOVANJA PRIVATIZACIJSKIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

Službene novine FBiH, Nr. 13/02

PRAVILNIK O SADRŽAJU, ROKOVIMA I NAČINU OBJAVLJIVANJA IZVJEŠTAJA EMITENTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 32/07

PRAVILNIK O NAČINU UPISA I VOĐENJA REGISTRA EMITENATA VRIJEDNOSNIH PAPIRA KOD KOMISIJE ZA VRIJEDNOSNE PAPIRE FEDERACIJE BOSNE I HERCEGOVINE

Službene novine FBiH, Nr. 49/99 und 4/05

PRAVILNIK O UVJETIMA I POSTUPKU ZA KONVERZIJU I DENOMINACIJU VRIJEDNOSNIH PAPIRA I SPAJANJE I PODJELU DIONICA

Službene novine FBiH, Nr. 53/99 und 43/04

PRAVILNIK O USLOVIMA I POSTUPKU PRESTANKA UGOVORA O UPRAVLJANJU PRIVATIZACIJSKIM INVESTICIONIM FONDOVIMA

Službene novine FBiH, Nr. 54/99

PRAVILNIK O USLOVIMA I POSTUPKU ODUZIMANJA DOZVOLE ZA UPRAVLJANJE PRIVATIZACIJSKIM INVESTICIONIM FONDOVIMA

Službene novine FBiH, Nr. 54/99

PRAVILNIK O USLOVIMA I POSTUPKU IZDAVANJA, OBUSTAVLJANJA I UKIDANJA DOZVOLA FIZIČKIM LICIMA I PRIVREDNIM DRUŠTVIMA ZA OBAVLJANJE BROKERSKIH I DILERSKIH POSLOVA U PROMETU VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Službene novine FBiH, Nr. 21/04, 10/05, 68/05 und 65/06

PRAVILNIK O UVJETIMA I POSTUPKU IZDAVANJA DOZVOLA I OBAVLJANJU POSLOVA
INVESTICIJSKOG SAVJETOVANJAU PROMETU VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Službene novine FBiH, Nr. 18/02, 15/05 und 65/06

PRAVILNIK O RAČUNOVODSTVU PRIVATIZACIJSKIH INVESTICIONIH FONDOVA

Službene novine FBiH, Nr. 11/00 und 33/02

PRAVILNIK O NAČINU OBRAČUNA NETO VRIJEDNOSTI IMOVINE FONDA

Službene novine FBiH, Nr. 20/06, 21/06, 81/06 und 52/07

PRAVILNIK O VOĐENJU I ČUVANJU POSLOVNIH KNJIGA I IZVJEŠTAJA
PRIVATIZACIJSKIH DRUŠTAVA I PRIVATIZACIJSKIH INVESTICIONIH FONDOVA

Službene novine FBiH, Nr. 11/00

PRAVILNIK O VOĐENJU REGISTRA LICA IZ ČL. 29. I 121. ZAKONA O DRUŠTVIMA ZA
UPRAVLJANJE FONDOVIMA I O INVESTICIONIM FONDOVIMA

Službene novine FBiH, Nr. 17/00

PROGRAM STRUČNIH ISPITA ZA STJECANJE DOZVOLE ZA OBAVLJANJE BROKERSKIH I
DILERSKIH POSLOVA I POSLOVA INVESTICIJSKOG SAVJETOVANJA U PROMETU
VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Službene novine FBiH, Nr. 22/02

PRAVILNIK O IZDAVANJU VRIJEDNOSNIH PAPIRA PUTE M ZATVORENE PRODAJE I O
SADRŽAJU SKRAĆENOG PROSPEKTA

Službene novine FBiH, Nr. 52/00

PRAVILNIK O USLOVIMA I POSTUPKU PREUZIMANJA KONTROLE NAD DIONIČKIM
DRUŠTVOM I PROVOĐENJU TENDER PONUDE ZA KUPOVINU VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 57/00 und 8/03

PRAVILNIK O OBJAVLJIVANJU INFORMACIJA O VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA I
IZVJEŠTAVANJU O PROMETU VRIJEDNOSNIH PAPIRA UVRŠTENIH U TRGOVANJE NA
BERZI ILI DRUGOM UREĐENOM JAVNOM TRŽIŠTU

Službene novine FBiH, Nr. 56/03

PRAVILNIK O USLOVIMA I NAČINU PRIJEMA I OBRAD E NALOGA ZA KUPOVINU I
PRODAJU VRIJEDNOSNIH PAPIRA IZVAN MJESTA SJEDIŠTA PROFESIONALNOG
POSREDNKA

Službene novine FBiH, Nr. 58/02, 21/04 und 52/04

PRAVILNIK O NAČINU STICANJA I PROMETA VLASTITIH DIONICA

Službene novine FBiH, Nr. 12/04

PRAVILNIK O USLOVIMA ZA USPOSTAVLJANJE I NAČINU FUNKCIONISANJA
SISTEMA INTERNE KONTROLE PROFESIONALNIH POSREDNIKA NA TRŽIŠTU
VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 21/04 und 10/05

PRAVILNIK O POSTUPKU PRODAJE IMOVINE I DIONICA ILI UDJELA PODUZEĆA

Službene novine FBiH, Nr. 28/05 und 53/07

PRAVILNIK O NAČINU TRANSFORMACIJE PRIVATIZACIJSKOG INVESTICIONOG FONDA
U INVESTICIONI FOND

Službene novine FBiH, Nr.55/05, 29/06 und 80/06

PRAVILNIK O OBAVLJANJU POSLOVA SKRBNIKA I DEPOZITARA NA TRŽIŠTU
VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 55/05, 71/06, 27/07 und 31/07

PRAVILNIK O STANDARDIMA KAPITALA, OSIGURANJU, GARANCIJAMA I
OGRANIČENJU RIZIKA U TRANSAKCIJAMA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Službene novine FBiH, Nr. 74/05 und 44/06

PRAVILA REGISTRA VRIJEDNOSNIH PAPIRA U FEDERACIJI BOSNE I HERCEGOVINE

Službene novine FBiH, Nr. 11/06

PRAVILA UPRAVLJANJA DIONIČKIM DRUŠTVIMA

Službene novine FBiH, Nr. 24/06, 27/06 und 30/07

PRAVILNIK O POVLAŠTENIM INFORMACIJAMA

Službene novine FBiH, Nr. 55/06

PRAVILNIK O UZAJAMNIM FONDOVIMA

Službene novine FBiH, Nr. 15/07

PRAVILNIK O OBAVLJANJU POSLOVA UPRAVLJANJA PORTFELJEM VRIJEDNOSNIH
PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 65/07

UPUTSTVO O OBAVEZNIM ELEMENTIMA UGOVORA PRIVATIZACIJSKOG DRUŠTVA SA
REGISTROM VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 29/99

UPUTSTVO O OBRASCU PRIJAVE ZA PRIJENOS VRIJEDNOSNOG PAPIRA

Službene novine FBiH, Nr. 58/00

UPUTSTVO O SADRŽAJU SKRAĆENOG BILANSA STANJA I BILANSA USPJEHA DRUŠTVAZA UPRAVLJANJE PRIVATIZACIJSKIM INVESTICIONIM FONDOVIMA I PRIVATIZACIJSKOG INVESTICIONOG FONDA

Službene novine FBiH, Nr. 16/01

UPUTSTVO O DONOŠENJU, SADRŽAJU I OBJAVLJIVANJU ODLUKE O POVEĆANJU OSNOVNOG KAPITALA PRIVATIZACIJSKOG INVESTICIONOG FONDA

Službene novine FBiH, Nr. 11/00

ODLUKU O UTVRĐIVANJU VRSTE I VISINE NAKNADA ZA USLUGE REGISTRA VRIJEDNOSNIH PAPIRA U FEDERACIJI BOSNE I HERCEGOVINE

Službene novine FBiH, Nr. 48/07 und 72/07

ODLUKU O TARIFI NAKNADA

Službene novine FBiH, Nr. 15/07

ODLUKU O IZNOSU KAPITALA EMITENTA ČIJE SE DIONICE UVRŠTAVAJU U KOTACIJU NA BURZI

Službene novine FBiH, Nr. 2/02

ODLUKU O OBUSTAVLJANJU EMISIJE VRIJEDNOSNIH PAPIRA PO ODLUKAMA EMITENATA DONEŠENIM PRIJE STUPANJA NA SNAGU ZAKONA O VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Službene novine FBiH, Nr. 49/99

ODLUKU O POVRATU DIJELA NAKNADE ZA KANDIDATE KOJI OSTVARE NATPROSJEČNE REZULTATE NA STRUČNOM ISPITU ZA BROKERE/DILERE

Službene novine FBiH, Nr. 35/01

ODLUKU O POVRATU DIJELA NAKANDE ZA KANDIDATE KOJI OSTVARE NATPROSJEČNE REZULTATE NA STRUČNOM ISPITU ZA INVESTICIJSKE SAVJETNIKE

Službene novine FBiH, Nr. 34/03

ODLUKU O POVRATU DIJELA NAKANDE ZA KANDIDATE KOJI OSTVARE NATPROSJEČNE REZULTATE NA STRUČNOM ISPITU ZA INVESTICIJSKE SAVJETNIKE

Službene novine FBiH, Nr.34/03 (25.07.2003)

ODLUKU O STANDARDIMA ZA IZRADU I ODOBRAVANJE PRAVILA I DRUGIH AKATA BERZE I/ILI DRUGOG UREĐENOG TRŽIŠTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA U FEDERACIJI BOSNE I HERCEGOVINE

Službene novine FBiH, Nr. 21/01

Republik Srpska

ZAKON O TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 92/06

ZAKON O PRIVATIZACIONIM INVESTICIONIM FONDOVIMA I DRUŠTVIMA ZA UPRAVLJANJE PRIVATIZACIONIM FONDOVIMA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 24/98, 63/02 und 67/05

PRAVILNIK O REGISTRACIJI I PRENOSU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI KOD CENTRALNOG REGISTRA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 45/01

PRAVILNIK O OBAVLJANJU POSLOVA BANKE DEPOZITARA INVESTICIONIH FONDOVA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 89/07

PRAVILNIK O IZVJEŠTAVANJU I OBJAVI INFORMACIJA OD STRANE EMITENATA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI KOJE SU PREDMET JAVNE PONUDE

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 89/07

PRAVILNIK O IZVJEŠTAVANJU I OBJAVI INFORMACIJA O POSLOVANJU SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 10/07 und 96/07

PRAVILNIK O METODOLOGIJI ZA UTVRĐIVANJE NETO VRIJEDNOSTI IMOVINE PRIVATIZACIONOG INVESTICIONOG FONDA I OBRAČUNU PROVIZIJE ZA UPRAVLJANJE

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 87/05

PRAVILNIK O TRGOVANJU HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 11/07 und 96/07

PRAVILNIK O POSLOVANJU BERZANSKIH POSREDNIKA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 11/02, 34/03, 40/05 und 75/05

PRAVILNIK O UVJETIMA I POSTUPKU STICANJA ZVANJA I DOBIVANJA DOZVOLE ZA OBAVLJANJE POSLOVA BROKERA, INVESTICIONOG SAVJETNIKA I INVESTICIONOG MENADŽERA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 119/06

PRAVILNIK O UVJETIMA I POSTUPKU IZDAVANJA DOZVOLE BERZANSKOM POSREDNIKU ZA OBAVLJANJE POSLOVA SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 119/06

ODLUKU O VISINI NAKNADE KOJA SE PLAĆA ZA USLUGE CENTRALNOG REGISTRA
HARTIJA OD VREDNOSTI

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 20/02, 60/03 und 16/04

ODLUKA O NAKNADAMA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 45/01, 60/03, 95/03, 20/04 und 35/05

UPUTSTVO ZA RASPODJELU DIVIDENDE

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 49/04

ZAKON O INVESTICIONIM FONDOVIMA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 92/06

PRAVILNIK O USPOSTAVI, VOĐENJU I OBJAVI PODATAKA IZ REGISTRA UDJELA U
OTVORENOM INVESTICIONOM FONDU

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O POSTUPKU I VRSTI POSLOVA KOJE DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE MOŽE
PRENIJETI NA TREĆE LICE

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O SADRŽAJU UGOVORA IZMEĐU ZATVORENOG INVESTICIONOG FONDA S
JAVNOM PONUDOM I DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O POSLOVANJU DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE INVESTICIONIM FONDOVIMA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O UVJETIMA, NAČINU STICANJA I PRIZNAVANJU OVLAŠTENJA ZA
PRODAJU AKCIJA ILI UDJELA U INVESTICIONIM FONDOVIMA S JAVNOM PONUDOM

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O ULAGANJU OTVORENIH INVESTICIONIH FONDOVA S PRIVATNOM
PONUDOM

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O ULAGANJU ZATVORENIH INVESTICIONIH FONDOVA S JAVNOM
PONUDOM U NEKRETNINE

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O ULAGANJIMA I OGRANIČENJIMA ULAGANJA OTVORENIH
INVESTICIONIH FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA S PRIVATNOM PONUDOM

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O OBAVEZONOM SADRŽAJU ZAHTJEVA ZA IZDAVANJE ODOBRENJA
PROSPEKTA I SADRŽAJU PROSPEKTA OTVORENIH INVESTICIONIH FONDOVA S
JAVNOM PONUDOM

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 90/07

PRAVILNIK O UTVRĐIVANJU VRIJEDNOSTI IMOVINE INVESTICIONOG FONDA I
OBRAČUNU NETO VRIJEDNOSTI IMOVINE PO UDJELU ILI PO AKCIJI INVESTICIONOG
FONDA

Službeni glasnik Republike Srpske, Nr. 102/07

Brčko Distrikt

ZAKON O PAPIRIMA OD VRIJEDNOSTI

Službene novine Brčko Distrikta, Nr. 15/03, 27/04 und 42/04