

Strategien zur Restrukturierung von Staatsverschuldung in Schwellenländern

Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte

vorgelegt von
Diplom-Volkswirt
Stephan Müller-Eicker
aus Berlin

von der Fakultät VII – Wirtschaft und Management
der Technischen Universität Berlin
zur Erlangung des akademischen Grades

Doktor der Wirtschaftswissenschaften
- Dr. rer. oec. -

genehmigte Dissertation

Tag der wissenschaftlichen Aussprache: 19. Oktober 2010

Promotionsausschuss:

Vorsitzender: Prof. Dr. K.-D. Henke
Berichter: Prof. Dr. C. Helberger
Prof. Dr. J. Kromphardt

Berlin 2011
D 83

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	4
Abbildungsverzeichnis	5
Tabellenverzeichnis	5
1. Einleitung	7
1.1. Vorbemerkungen	7
1.2. Gegenstand der Analyse	11
1.3. Aufbau der Arbeit	14
2. Internationale Finanzmärkte und Finanzkrisen	15
2.1. Finanzkrisen, Schuldentragfähigkeit und default	16
2.2. Kapitalerträge und -verluste im Restrukturierungsprozess.....	25
2.3. Kosten eines defaults	41
2.4. Moral-hazard-Problematik.....	47
2.5. Katalytischer Effekt	53
2.6. Staatssouveränität	58
3. Die derzeitige Restrukturierungsstrategie	62
3.1. Interessenheterogenität	64
3.2. Schuldentragfähigkeit	72
3.3. Marktversagen	80
3.4. Durchsetzbarkeit internationaler Kreditverträge	84
3.5. Aufbringungs- und Transferproblem	89
3.6. Das Beispiel Argentinien	92
4. Ein internationales Insolvenzregime	108
4.1. Die ersten Ansätze	110
4.2. Ausgestaltungsoptionen für ein internationales Insolvenzregime	115
4.3. US-Insolvenzrecht als Vorbild.....	122
4.4. Darstellung und kritische Würdigung des SDRM	124
5. Collective action clauses	132
5.1. Collective Action Clauses im historischen Rückblick.....	132
5.2. Darstellung der Klauseln in Anleihebedingungen	135

5.3.	Zustimmungsschwellen	138
5.4.	Eine Beurteilung der CAC.....	148
5.5.	Empirische Analyse der CAC.....	159
6.	Aktives Schuldenmanagement	167
6.1.	Ausgangslage und Trends auf den Kapitalmärkten in Schwellenländern	172
6.2.	Aktives Schuldenmanagement.....	178
6.3.	Richtlinien für ein öffentliches Schuldenmanagement.....	183
6.3.1.	Ziele eines Schuldenmanagements.....	184
6.3.2.	Schuldenmanagement-Strategie	185
6.3.3.	Institutioneller Ordnungsrahmen.....	193
6.3.4.	Risikomanagement	207
6.3.5.	Entwicklung eines Marktes für Staatsanleihen.....	219
6.3.6.	Transparenz und Rechenschaftspflichten	236
6.4.	Länderbeispiel Brasilien	238
6.5.	Besondere Instrumente zur Krisenbewältigung.....	248
6.5.1.	Schuldenswaps	248
6.5.2.	Überbrückungskredite und Prolongationen.....	254
6.5.3.	Lokalwährungsanleihen.....	260
6.5.4.	Interimsanleihen	264
6.5.5.	Debt-Equity-Swaps.....	268
6.6.	Fazit zum Schuldenmanagement	277
7.	Schlussbemerkungen.....	279
	Literaturverzeichnis	282

Abkürzungsverzeichnis

ABC	Argentine Bondholders' Committee
ABS	asset-backed-securities
ALM	Asset-Liability-Management
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsverkehr
CAC	collective action clauses
CFB	Council of Foreign Bondholders
DES	Debt-Equity Swaps
DME	Debt Management Entity
EM	Emerging Market
EMBI	Emerging Market Bond Index
EMBIG	Emerging Market Bond Index Global
EMCA	Emerging Markets Creditors Association
EMD	Emerging Market Debt
HIPC	Heavily Indebted Poor Countries
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development
IDA	International Development Association
IDC	Interim Debt Claim
IDRA	International Debt Restructuring Agency
IFC	International Finance Corporation
InsO	Insolvenzordnung
IMF	International Monetary Fund
IWF	Internationaler Währungsfonds
JEDH	Joint External Debt Hub
LIC	Low income countries
MIC	Middle income countries
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency
MONA	Monitoring of Agreements
NGO	Non-government organization
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization of Economic Cooperation and Development
OTC	Over the counter
PRGF	Poverty Reduction and Growth Facility
SDDS	Special Data Dissemination Standard
SDDRF	Sovereign Debt Dispute Resolution Forum
SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
SEC	Securities and Exchange Commission
SSP	Stationary subgame perfect
TIA	Trust Indenture Act
WB	Weltbankgruppe

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: defaults 1820-2003	8
Abbildung 2: Restrukturierungsregime	13
Abbildung 3: Interessen des Schuldnerlandes	64
Abbildung 4: Optimale Verzögerung	99
Abbildung 5: Opportunitätsnutzen von Verzögerungen.....	99
Abbildung 6: Auszahlungen Argentiniens an seine Gläubiger	101
Abbildung 7: Dubai Offerte und Schuldentragfähigkeit	106
Abbildung 8: Bayesianische Gleichgewichtsschwelle	144
Abbildung 9: Kosten und Nutzen von CAC.....	162
Abbildung 10: Organisatorische Einordnung einer Debt Management Einheit.....	195
Abbildung 11: EMBI-G-Spreads vs. Fundamentaldata (sudden stops)	261
Abbildung 12: Lokalwährungsmärkte in den Schwellenländern	262
Abbildung 13: Umtauschprozess im marktbasierteren Ansatz.....	265
Abbildung 14: Grundstruktur eines Debt-Equity Swaps.....	268

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Ex Post Renditen und Spreads an private Gläubiger (1970-2000).....	28
Tabelle 2: <i>Haircuts</i> verschiedener Länder zwischen 1998 und 2005.....	35
Tabelle 3: Gesamtverschuldung Argentiniens.....	93
Tabelle 4: Gesamtverschuldung Argentiniens.....	94
Tabelle 5: Gesamtverschuldung Argentiniens.....	94
Tabelle 6: Tragfähigkeit der argentinischen Verschuldung (Dubai Offerte)	97
Tabelle 7: Tragfähigkeit der argentinischen Verschuldung (Buenos Aires Offerte).....	97
Tabelle 8: Verhandlungsmasse für die Gläubiger	100
Tabelle 9: BIP-Wachstum Argentiniens.....	104
Tabelle 10: Höhe und Struktur der öffentlichen Schulden (ausgewählte Länder)	263
Tabelle 11: Kombinationen aus IDCs	266
Tabelle 12: Auslandsverschuldung und Debt Equity Swaps ausgewählter Länder	277

Das Staatsbudget solle wieder ausgeglichen sein, die Schatzkammer gefüllt, die öffentliche Verschuldung reduziert und die Arroganz des Beamtentums wieder gemäßigt und kontrolliert werden – auf das Rom nicht bankrott gehe.

Marcus Tullius Cicero (106 – 43 BC)

1. Einleitung

1.1. Vorbemerkungen

Nach der Verschuldungskrise in den 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts kam es in den 90er Jahren zu weiteren Schuldenkrisen. So sind Russland, Ecuador und Argentinien in den default gegangen, woraufhin Verhandlungen zur Restrukturierung ihrer Verschuldung stattfanden. Die Länder Ukraine, Pakistan und Uruguay konnten den default verhindern, indem sie schon frühzeitig ihre Gläubiger einluden, die Verschuldung zu restrukturieren. Für sie hätte es andernfalls keine andere Möglichkeit gegeben, als die Zahlungsunfähigkeit zu erklären. Die Schwellenländer Mexiko, Brasilien und Türkei vermieden den default, nachdem sie vom IWF hohe finanzielle Unterstützung erhalten hatten, womit sie in der Lage waren, eine Restrukturierung ihrer Verschuldung ohne Gläubigerverhandlungen durchzuführen.

Der Begriff *default* wird in dieser Arbeit breit aufgefasst: Er soll als Synonym für die Begriffe *Staatsbankrott* und *Staatsinsolvenz* benutzt werden. Im deutschen Sprachgebrauch sind *Bankrott* und *Insolvenz* privatwirtschaftlich belegt. Noch bis 2009 galt in Deutschland, dass wenn ein privatwirtschaftliches Unternehmen in die Insolvenz ging oder den Bankrott anmeldete, also dauerhaft seinen Verbindlichkeiten nicht nachkommen konnte, das deutsche Insolvenzrecht die Liquidation dieses Unternehmens vorsah, nicht seine Restrukturierung. Diese deutsche Besonderheit auf souveräne Staaten zu übertragen wäre nicht möglich, denn trotz eines Staatsbankrotts oder einer Staatsinsolvenz besteht ein Staat weiter. Eine Liquidation ist nicht möglich. Darüber hinaus ist ein Staat *im default*, wenn er auch nur vorübergehend nicht in der Lage ist, seinen Verbindlichkeiten nachzukommen, sich also lediglich in Liquiditätsschwierigkeiten befindet. Der Begriff *default* erfasst weiter nicht nur die *Zahlungsunfähigkeit*, sondern auch die *Zahlungsunwilligkeit*.

Es kann danach gefragt werden, wie relevant in der heutigen Zeit die Frage nach einer möglichen Staatsinsolvenz ist. Immerhin befinden sich die meisten Länder in einem

fortschreitenden Entwicklungsprozess und ehemals von einem default bedrohte Länder lernen von den weiter entwickelten Ländern, wie sie sich gegen einen default schützen können. In einem ersten Ansatz kann danach gefragt werden, wie vielen Ländern rein statistisch gesehen in den nächsten 10 Jahren ein default drohen könnte. Da diese Arbeit die Restrukturierung von Anleihebeständen zum Thema hat, wird folgende Überlegung angestellt: Weltweit gibt es 30 stabile Demokratien, von denen erwartet werden kann, dass sie praktisch immun gegen einen default sind; 120 weitere Länder haben eine unbedeutende öffentliche Auslandsverschuldung in Anleihen, sodass sie aus der Betrachtung herausfallen. Es verbleiben 30-40 Länder für einen möglichen default. Angenommen, es gehen in den nächsten 10 Jahren 50% dieser Länder in den default, dann sind dies 15-20 Länder (vgl. Rieffel 2003, S.19). Die Empirie stützt diese Annahme für die Vergangenheit: Es sind in der nachfolgenden Abbildung 1 die Restrukturierungen von Anleihebeständen von Staaten, beginnend mit dem Jahr 1820, aufgeführt.

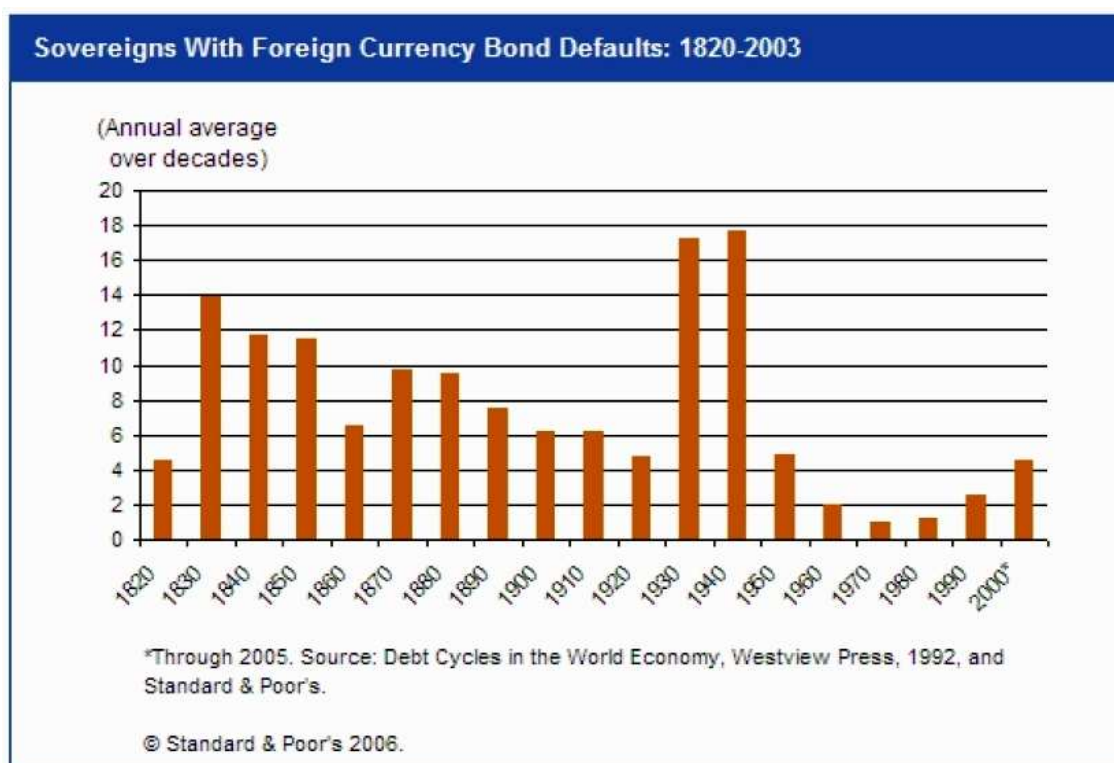


Abbildung 1: defaults 1820-2003
Quelle: Standard & Poor's (2006).

Auffällig sind die 1980er Jahre, denn dieses Jahrzehnt war geprägt von einer ausgehenden Verschuldungskrise. Jedoch waren diese Länder über Bankdarlehen im Ausland

verschuldet, was die vorherrschende Finanzierungsform zu jener Zeit war. Sie wurde mit dem Brady-Plan Ende der 80er Jahre ersetzt durch eine Anleihefinanzierung. Insofern tauchen die Länder mit vorherrschender Finanzierung über Bankdarlehen nicht in der Grafik auf. Auch die 1990er Jahre waren geprägt von Schuldenkrisen mehrerer Länder. Einigen von diesen Ländern gelang es jedoch vor dem Ausbruch einer Krise, also pre-default, ihre Anleihebestände zu restrukturieren und damit den default zu vermeiden. Auch sie tauchen nicht in der Abbildung auf, werden aber in dieser Arbeit für die Analyse herangezogen.

Diese rein statistische Überlegung ist jedoch nicht frei von Kritik. Die Vergangenheit darf auch deswegen nicht ohne Weiteres in die Zukunft projiziert werden, weil jedes Jahrzehnt seine Spezifika hat. So waren die 1990er Jahre gekennzeichnet vom Zusammenbruch der Sowjetunion und der Transformation ehemals kommunistisch-sozialistischer Länder hin zu demokratisch oder autokratisch orientierten Regimen. Dass es dabei zu Anpassungsproblemen in Form von Finanzkrisen und defaults gekommen ist, erscheint nur natürlich. Solch ein Jahrzehnt wird es aller Voraussicht nach nicht nochmals geben.

Die Jahre 2006 bis Mitte 2008 waren gekennzeichnet von einer breiten Rohstoffhausse, die gegen Ende 2008 beendet erschien. So hat sich beispielsweise der Ölpreis von seiner Spitze bei rund 160 US-Dollar pro Barrel auf rund 40 US-Dollar pro Barrel Ende 2008 reduziert gehabt. Bis Anfang 2010 erholte sich der Ölpreis wieder auf rund 80 US-Dollar pro Barrel. Länder wie Russland oder Venezuela, die einen großen Anteil ihrer Einnahmen aus dem Export von Rohöl beziehen, stehen bei einem Ölpreis von unter 50 US Dollar pro Barrel vor der Frage, welche alternativen Einnahmequellen mittel- bis langfristig zur Verfügung stehen, um das Wachstum ihrer Volkswirtschaften aufrecht zu erhalten. Da die Reduzierung der Staatsausgaben nicht mit dem geradezu als rapide zu bezeichnenden Verfall des Rohölpreises Schritt halten konnte, ist ein dadurch entstehendes Haushaltsdefizit kurzfristig mit Krediten zu finanzieren. Dabei ist anzunehmen, dass ein Teil der Kreditaufnahme in ausländischer Währung erfolgt. Damit einher ginge eine zunehmende Auslandsverschuldung. Diese muss nicht zwangsweise in einen default münden, jedoch wird ein default umso wahrscheinlicher, je weniger Anstrengungen

seitens der Regierungen mittelfristig unternommen werden, die Haushaltsdefizite auf anderen Wegen als über Kreditaufnahme zu reduzieren.

Mitte 2007 wurde die Welt von einer Finanzkrise erfasst, die ihren Ursprung in den USA hatte. Die so genannte Subprime-Krise blieb nicht auf die USA beschränkt, sondern dehnte sich nahezu über die gesamte Welt aus. Während es nicht den Anschein hat, dass die USA oder Deutschland von einem default bedroht sind, ist die Staatsverschuldung in diesen Ländern deutlich angestiegen.

Einige kleinere Länder hat die Finanzkrise jedoch nahe an den Staatsbankrott herangeführt. So war beispielsweise die isländische Regierung gezwungen, ihre drei größten Banken zu verstaatlichen, weil diese ihren Zahlungsverpflichtungen gegenüber ihren Kunden nicht mehr nachkommen konnten. Damit übernahm der Staat Island die Auslandsverschuldung der drei Banken und konnte nur über Notkredite von IWF und befreundeten Ländern kurzfristig vor einem default bewahrt werden. Gleichwohl war das Problem der Staatsverschuldung Islands auch Ende 2009 noch nicht gelöst und es bleibt zu vermuten, dass diese in den nächsten Jahren zu restrukturieren ist. Mit ähnlichen Problemen waren Ende 2008 Ungarn, Bulgarien, Rumänien, Serbien, Weißrussland, Ukraine, Lettland, Litauen, Russland, Pakistan, Südkorea und Argentinien konfrontiert (vgl. FTD 2008a, S. 13 und FTD 2008b, S.20). Keines dieser Länder befand sich zu jenem Zeitpunkt im default, jedoch hatten die großen Ratingagenturen Standard & Poors und Moody's die Anleihen dieser Länder im Jahr 2008 so deutlich herabgestuft, dass sie sich nahe an der Kategorie *default* befanden. Allein Ecuador befand sich Anfang 2009 im default, nachdem die ecuadorianische Regierung Mitte Dezember 2008 den Zinsdienst auf mehrere Anleihetranchen nicht geleistet hatte (vgl. FTD 2008c, S. 18).

Staatsinsolvenz und mögliche Restrukturierungsstrategien für die Staatsverschuldung bleiben demnach ein relevantes Thema.

1.2. Gegenstand der Analyse

Die konventionelle Argumentation stellt darauf ab, dass eine Restrukturierung der Staatsschuld in einem Land zu einem langfristig tragfähigen Verschuldungsniveau führen soll. Dies wird bisher über ein Verhandlungsregime versucht zu erreichen. Im Londoner Club treffen sich die Gläubigerbanken und im Pariser Club die staatlichen Gläubiger. In beiden Clubs wird unabhängig voneinander nach einer Restrukturierungsstrategie gesucht, die langfristig Erfolg versprechen soll. Die Lösung wird über ein einmaliges Treffen versucht herzustellen.

In dieser Arbeit soll die These untersucht werden, ob es ausreichend ist, über eine Verhandlungslösung zur Schuldenrestrukturierung das Verschuldungsniveau auf ein Maß abzusenken, das alle Verhandlungspartner kurz- bis mittelfristig akzeptieren können. Für die lange Frist werden in dieser Arbeit weitere Lösungswege vorgeschlagen, insbesondere die effektive Nutzung der Instrumente eines fortlaufenden aktiven Schuldenmanagements. Anhand einer von der Regierung eines Schuldnerlandes vorgegebenen Strategie sollte es mithilfe eines Schuldenmanagements möglich sein, die Vermögenspositionen der Volkswirtschaft zu steigern und die Finanzmärkte soweit zu stabilisieren, dass einerseits das Land nicht in naher Zukunft gezwungen ist, in den default zu gehen und andererseits die langfristige Schuldentragfähigkeit zu steigern. Dies soll damit erreicht werden, dass das aktive Schuldenmanagement durch geeignete Instrumente die Reife der heimischen Finanzmärkte vorantreibt und damit die Abhängigkeit von Auslandsverschuldung reduziert sowie die Finanzierung über die heimischen Finanzmärkte stärkt.

Früher dominierte die These, dass einem Land der Kapitalmarktzugang verwehrt bleibt, wenn es sich im default befindet. Insofern ist die Verschuldung auf ein Niveau abzusenken, das es dem Schuldnerland ermöglicht, in den Jahren ohne Kapitalmarktzugang eine effektive Wirtschaftspolitik zu betreiben bzw. wirtschaftspolitische Reformen umzusetzen, sodass der Kapitalmarktzugang in naher Zukunft wiederhergestellt ist. Die in dieser Arbeit verfolgte These, dass ein aktives Schuldenmanagement mittel- bis lang-

fristig die Schulden­tragfähigkeit erhöhen kann, indem es die heimischen Finanzmärkte reifen lässt, geht davon aus, dass nach den Verschuldungsverhandlungen der internationale Kapitalmarkt­zugang bald wiederhergestellt wird. Die Empirie bestätigt die These nicht, dass der internationale Kapitalmarkt­zugang nach einer Finanz­krise langfristig verwehrt bleibt: Zanforlin (2007) untersuchte 49 Länder mittels eines einfachen Probit­modells über den Zeitraum 1980-2003 hinsichtlich der ersten erfolgreichen Platzierung einer Anleihe­emission auf den internationalen Finanz­märkten nach einer Finanz­krise. Die Autorin kommt zum Ergebnis, dass eine solide Wirtschaftspolitik und der globale Liquiditäts­zyklus die maßgeblichen Determinanten für eine Emission darstellen. Dabei ermittelt sie Wahrscheinlichkeiten für einen erfolgreichen Wiedereintritt in den Kapitalmarkt: Demnach ist der Kapitalmarkt­zugang früher wiederhergestellt, wenn die globale Liquidität zunimmt, die Leistungsbilanz sich verbessert, das Verschuldungs­niveau zurückgeht und Erfolge bei der Bekämpfung der Inflation sichtbar werden. Damit geht sie konform mit den Ergebnissen des IWF (vgl. IMF 2001a, IMF 2001b, IMF 2003j, IMF 2003k, IMF 2005e). Es erscheint demnach ratsam, nachdem eine kurz- bis mittelfristige Schulden­tragfähigkeit über Verhandlungen mit den Gläubigern hergestellt ist, die Instrumente eines aktiven Schulden­managements zu nutzen. Mit dem aktiven Schulden­management wird gleichzeitig das Ziel erreicht, dynamisch auf Veränderungen in den globalen Finanzmarkt­strukturen in der mittleren und langen Frist reagieren zu können.

In Abbildung 2 sind Gläubiger und Schuldner in einer Matrix zusammengeführt. Auf der Gläubigerseite stehen der Internationale Währungs­fonds (IWF), die Weltbank­gruppe mit ihren nachgeordneten regionalen Entwicklungsbanken, die Nationalstaaten, die Geschäfts­banken, die Anleihebesitzer und die Händler. Sie alle können in Kredit­beziehungen zu einer Zentralregierung und den ihr nachgeordneten Gebietskörperschaften, zu öffentlichen und privaten Unternehmen sowie zu Geschäfts­banken stehen. Die nachfolgende Arbeit wird jedoch nicht alle Kredit­beziehungen analysieren, sondern sich auf die in der Abbildung dargestellte Regelungslücke der Anleihebesitzer gegenüber Staaten, öffentlichen Unternehmen und Banken konzentrieren. Lösungen, die zwischen Nationalstaaten und Schuldnerland (Pariser Club) sowie zwischen Geschäfts­banken und Schuldnerland (Londoner Club) gefunden wurden, werden in dieser Arbeit nicht doku-

mentiert, jedoch werden die Erkenntnisse aus der jahrzehntelangen Erfahrung der beiden Gläubigerclubs für die Analyse gegenüber den Anleihebesitzern herangezogen. Eine weitere Einschränkung der Arbeit besteht darin, dass nur Schwellenländer betrachtet werden sollen, die im globalen Emerging Markets Bond Index (EMBI-G) von JP Morgan enthalten sind. Diese Länder haben in den letzten Jahrzehnten nennenswerte Auslandsverschuldung aufgebaut und sind von der Verschuldung über Bank- und Staatsdarlehen auf die Finanzierung über Anleihen am anonymen internationalen Kapitalmarkt umgestiegen. Die Finanzkrisen in Südostasien, Russland und Argentinien haben gezeigt, dass die Restrukturierung von Anleihebeständen neben bekannten auch neue Probleme aufgeworfen hat. Daneben gibt es die ärmsten Länder dieser Welt, die in einem eigenständigen Regime entschuldet werden (HIPC-Initiative). Sie sind nicht Bestandteil dieser Arbeit, was hauptsächlich daran liegt, dass diese Länder keine oder kaum nennenswerte Auslandsverschuldung in Anleihen aufweisen und sich noch immer über Staatsdarlehen oder ausschließlich im Inland refinanzieren.

Debitoren	Kreditoren					
	IWF	Weltbank	Staaten	Geschäftsbanken	Anleihegläubiger	Händler
Staaten	Vorzugsbehandlung		Pariser Klub	Londoner Klub	Rege-lungslücke	Ad hoc
Öffentliche Unternehmen	./.	Individuelle Behandlung				
Banken	./.		./.	Individuelle Behandlung		
Private Unternehmen	./.	Nationales Insolvenzrecht				

Abbildung 2: Restrukturierungsregime

Quelle: Eigene Darstellung

Der Fokus der Arbeit liegt darauf, Anleiheschulden eines souveränen Staates zu restrukturieren. So wird nicht auf die Thematik einer drohenden oder immanenten Überschuldung einer abhängigen Gebietskörperschaft, beispielsweise des Bundesstaates

Kaliforniens (USA) oder des Bundeslandes Berlin (Deutschland) eingegangen, da sich eine nachgeordnete Gebietskörperschaft stets dem Ordnungsrahmen des übergeordneten Rechtsstaates unterzuordnen hat. Damit treffen einige Probleme, die mit einer Verschuldung eines souveränen Staates auf den internationalen Kapitalmärkten verbunden sind, nicht zu. Wiederum entstehen andere Probleme, die ein souveräner Staat nicht hat.

Ebenfalls soll diese Arbeit nicht thematisieren, wie es zu einer Überschuldung gekommen ist. Die Arbeit beginnt an dem Punkt, an dem eine Restrukturierung von Anleiheschulden sinnvoll erscheint. Dabei soll es irrelevant für die Argumentation sein, ob eine Verschuldung aufgrund hausgemachter Probleme eines Staates, einer eventuell regional beschränkten Krise in einem der Nachbarländer oder einer globalen Finanzkrise, die ein einzelnes Land oder eine ganze Region angesteckt hat, eingetreten ist.

Nicht leisten kann diese Arbeit, zu thematisieren, welche Interdependenzen zu anderen Staatsaufgaben wie beispielsweise die Verminderung der Arbeitslosigkeit, Forcierung von Wirtschaftswachstum, Armutsbekämpfung oder Umverteilungspolitik bestehen. Die Arbeit soll allein auf die Wiederherstellung der Handlungsfähigkeit einer Regierung abstellen, was ihr mit einer Restrukturierung ihrer Staatsverschuldung möglich wird.

1.3. Aufbau der Arbeit

Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut: Im folgenden Abschnitt werden zuerst die wichtigsten Begriffe und einige elementare Zusammenhänge erläutert, die für die weitere Analyse zu den Restrukturierungsstrategien von Bedeutung sind. Es sind dies die Zusammenhänge von Finanzkrisen, Schuldentragfähigkeit, Kapitalerträgen, defaults und Schuldennachlässen, die damit verbundenen Kosten, moral-hazard-Effekte und die Staatssouveränität. Das Kapitel 3 stellt den derzeit dominierenden marktbasieren Ansatz von Restrukturierungen dar und zeigt seine Defizite auf, sodass in den darauffolgenden Kapiteln 4 und 5 ein rechtlicher und ein vertragsbasierter Ansatz analysiert werden können. Das Kapitel 6 würdigt ein aktives Schuldenmanagement als eine weitere Restrukturierungsstrategie. Mit dem Kapitel 7 schließt die Arbeit.

2. Internationale Finanzmärkte und Finanzkrisen

Um in den nachfolgenden Kapiteln dem Leser das Verständnis der Zusammenhänge zu vereinfachen, bietet es sich an, die Komplexität des Themas anhand von geeigneten Begriffen transparenter zu gestalten. Da sich die Arbeit mit Restrukturierungsstrategien von Staatsverschuldung beschäftigt, ist danach zu fragen, wann und unter welchen Bedingungen es zur Restrukturierung einer Staatsverschuldung kommt. Dieser Frage wird kurz im Unterkapitel 2.1 nachgegangen. Es sei darauf hingewiesen, dass sich diese Arbeit nicht damit beschäftigt, wie es zu einer Finanzkrise kommt oder welche Kräfte in welchen Phasen einer Finanzkrise wirken. Auch wird nicht versucht, eine Finanzkrise vorherzusagen oder ihre Auswirkungen zu quantifizieren. Eine Finanzkrise soll als ein Grund behandelt werden, der dazu führt, dass ein Land seine Verschuldung zum jeweiligen Fälligkeitstermin nicht mehr bedienen kann oder nicht gewillt ist, sie zurückzubezahlen. Damit ist der Bedarf einer Restrukturierung der Verschuldung gegeben. Eine Finanzkrise ist demnach eng mit der Schuldentragfähigkeit einer Volkswirtschaft und einem default verbunden.

Im darauffolgenden Unterkapitel 2.2 wird analysiert, welche privaten Kapitalerträge aus den Schwellenländern in den letzten 30 Jahren generiert und welche Kapitalverluste diesen aus Restrukturierungen und Schuldenerlassen gegenüberstanden. Es wird sich zeigen, dass in der langen Frist eine Investition in den Schwellenländern keine höheren Renditen einbrachte als eine Investition in den USA. Eine Betrachtung ausgewählter kürzerer Zeithorizonte brachte hingegen deutlich höhere Renditen. Diesen stehen teilweise massive Kapitalverluste gegenüber, die Gläubiger zu erleiden hatten, die während einer Finanzkrise in den Schwellenländern investiert blieben. Daraus wird ersichtlich, dass es im Interesse der Gläubiger ist, durch geeignete Restrukturierungsstrategien die Kapitalverluste zu verringern und damit in der langen Frist zu Renditen zu gelangen, die kongruent zum eingegangenen Risiko sind.

Daran anschließen wird sich ein Unterkapitel zur Moral-Hazard-Problematik. Es wird der Frage nachgegangen, ob ein Schuldnerland durch übermäßige Verschuldung, verbunden mit der Erwartung, im default-Fall die Kosten auf die Gläubiger zu überwälzen,

den Staatsbankrott herbeiführt. Ergänzend wird untersucht, ob auch die Gläubiger übermäßig Kredit an ein Land vergeben mit der Erwartung, dass der IWF dem Schuldnerland im default-Fall finanziell beistehen wird. Dabei wird der katalytische Effekt, der dem IWF zugesprochen wird, im Mittelpunkt der Analyse stehen.

Wie in Kapitel 1 bereits dargelegt wurde, sind Finanzkrisen und Staatsbankrotte global gesehen keine Ausnahme. Es ist auf theoretischer Ebene demnach danach zu fragen, was ein Schuldnerland davon abhält, in regelmäßigen Abständen einen Staatsbankrott zu erklären, um sich zu entschulden. Es geht hierbei um die Frage, welche Kosten für ein Schuldnerland, seine Bevölkerung, die Gläubiger und ihre Heimatstaaten, Banken und die globale Finanzmarktarchitektur entstehen, die den Anreiz zur Erklärung eines Staatsbankrottes verringern. Das Kapitel 2 schließt mit Bemerkungen zur Staatssouveränität, denn sie ist das entscheidende Hindernis seit der Konstituierung der Vereinten Nationen kurz nach dem 2. Weltkrieg für eine Durchsetzung und Sanktionierung von Kreditverträgen. Bis dahin galt eine so genannte Kanonenbootpolitik: Gläubigerländer entsandten eine Streitmacht – meist zur See –, die in das Schuldnerland eindrang und die dortigen Zollhäuser, Schatzkammern und Staatskassen um den Betrag erleichterten, den dieses Land seinen Gläubigern schuldete. Daraufhin war das Land entschuldet. Völkerrechtlich wurde dieses Vorgehen nach dem 2. Weltkrieg verboten.

2.1. Finanzkrisen, Schuldentragfähigkeit und default

Eine zentrale Rolle im Rahmen einer Schuldenrestrukturierung spielt es, für eine Volkswirtschaft mittelfristig ein tragfähiges Verschuldungsniveau zu ermitteln. Insofern ist es von besonderer Bedeutung, Indikatoren auszumachen, anhand derer festgestellt werden kann, ob ein souveräner Staat nicht alsbald nach der Restrukturierung seiner Auslandsverschuldung ein wiederholtes Mal in den default geht – sei es nun aus strategischen und opportunistischen Gründen oder weil die Schulden nach der Restrukturierung noch immer nicht tragfähig sind. Es ist somit zu untersuchen, wann und warum ein Souverän aufgrund seiner Auslandsverschuldung in den default geht. Gleichzeitig wird kurz auf flankierende Maßnahmen eingegangen, die von einer Regierung an-

gestoßen werden können, um nicht aufgrund schwacher makroökonomischer Rahmenbedingungen innerhalb des Schuldnerlandes erneut in den default zurückzufallen.

Ein souveräner Staat geht immer dann in den default, wenn der Bedarf des Staates an ausländischem Kapital (in Devisen) durch den internationalen Finanzmarkt nicht mehr gedeckt wird. Default kann darüber hinaus als Repudiation verstanden werden: Der Souverän sieht sich dauerhaft nicht in der Lage, seinem Schuldendienst nachzukommen und weist die Rechtmäßigkeit des Schuldenstandes zurück (Reinhardt 1990, S. 3). Dies ist in der Vergangenheit vorgekommen, wenn eine neue Regierung die Verschuldung der alten Regierung nicht anerkannt hat. Es kommt einer Enteignung der Gläubiger gleich und zeigt deutlich, dass in manchen Ländern die Rechtsstaatlichkeit noch nicht voll implementiert ist und gleichzeitig property rights ungenau definiert oder nicht voll durchsetzbar sind.

Sobald ein Souverän einseitig den Schuldendienst suspendiert und ankündigt, dies zu einem späteren, meist nicht genau bestimmbareren Zeitpunkt nachzuholen (Moratorium), befindet sich das Land im default. In einigen Ansätzen zur Krisenlösung wird das Moratorium im Gegensatz zur vorherigen Aussage jedoch als eine Voraussetzung für eine Restrukturierung und damit zur Abwendung eines defaults angesehen.

In einem Unternehmen ist der Punkt der Zahlungsunfähigkeit erreicht, wenn die Schulden größer als der Marktwert der Vermögenswerte sind, sodass das Eigenkapital des Unternehmens Null beträgt oder sogar negativ wird. Dies auf ein Land zu übertragen ist hingegen mit Problemen verbunden, weil zu den Vermögenswerten eines Landes vor allem die Fähigkeit der Steuereintreibung gehört und es für diese Fähigkeit keinen Marktpreis gibt (vgl. Gapen/Gray/Hoon; Lim/Xiao 2005). Darüber hinaus bestehen für ein Land nur wenige Optionen, die liquiden Mittel kurzfristig zu erhöhen. Rentenzahlungen einzustellen steht einem Land als Möglichkeit nicht offen. Selbst wenn es Liquidität in heimischer Währung sicherstellen kann, ist der Schuldendienst einer Fremdwährungsschuld in Devisen zu bedienen, woraus das Aufbringungs- und Transferproblem erwächst. Diese Probleme werden in Kapitel 3 aufgegriffen.

Die Erwartung eines defaults ist immer dann hoch, wenn das Verhältnis der Auslandsverschuldung in Fremdwährung zum BIP (debt-to-GDP ratio) oder das Verhältnis der Auslandsverschuldung in Fremdwährung zu den Exporterlösen (debt-to-exports ratio) hoch ist. Die Verschuldung in heimischer Währung bleibt hierbei unberücksichtigt, weil ein Staat beliebig viel der heimischen Währung herstellen kann. Ein default aufgrund einer zu hohen Verschuldung in Heimatwährung ist also nicht möglich. Gemildert wird diese Erwartung, wenn trotz der hohen debt-to-GDP und debt-to-exports ratio der Schuldendienst aufgrund niedriger Zinsen gering ist. Weiter ist die Erwartung eines defaults niedrig, wenn die Kosten, die mit einem default verbunden sind, für den Souverän hoch sind. In diesem Fall wird der Souverän die Auslandsverschuldung selbst zu ungünstigeren Bedingungen prolongieren.

Der Souverän hat grundsätzlich ein Interesse an einer Prolongation seiner Schulden. Der default gilt als ultima ratio. Insofern akzeptiert ein Souverän auch ungünstigere Prolongations-Bedingungen. Dazu zählen beispielsweise, dass dadurch die Währungsreserven sinken, die durchschnittliche Laufzeit der Verschuldung kürzer wird oder wirtschaftspolitische Souveränität teilweise an multilaterale Institutionen abgetreten wird. Dies lässt vermuten, dass ein default zugelassen wird, wenn eine Prolongation der Schulden unmöglich wird. Dies ist nach Kruger/Messmacher (2004, S.3) der Fall, wenn sich der Souverän aufgrund eines hohen Schuldendienstes in einer angeschlagenen ökonomischen Situation befindet und eine Verschlechterung der ökonomischen Fundamentaldaten zu einer Erwartungsänderung bei den Gläubigern führt, sodass diese nicht mehr bereit sind, dem Souverän weitere Kreditmittel bereitzustellen.

Die nun entstehende Finanzierungslücke kann vom Souverän geschlossen werden, indem die heimische Absorption gesenkt wird. Dies geht mit negativen Wohlfahrtseffekten für die Bevölkerung einher. Unter der Annahme, dass das Machtverhältnis zwischen Bevölkerung und Regierung zugunsten der Bevölkerung verschoben ist, wird die Ankündigung, die heimische Absorption zu senken, von den internationalen Finanzmärkten als nicht glaubwürdig angesehen. Die Wohlfahrtskosten verbunden mit den Kosten eines defaults könnten demnach einen guten Indikator darstellen, um zu erklären, warum ein Souverän weiter seinen Schuldendienst leistet, auch wenn dies bedeutet, dass

die Währungsreserven sinken oder Kredite bei den multilateralen Institutionen aufgenommen werden. Wenn diese beiden Quellen schließlich versiegen, bleibt dem Souverän keine andere Wahl, als in den default zu gehen.

Eine Reihe von Autoren haben theoretische und empirische Ansätze entwickelt, um Indikatoren zu finden, die zu prognostizieren erlauben, wann ein Souverän in den default geht. Einige Autoren machen dabei explizite Angaben zu Verschuldungskennziffern, die einen default ihrer Meinung nach anzeigen und als Schuldentragfähigkeitsgrenzen interpretiert werden können. Das Kapitel 3.2 beschäftigt sich näher mit dem Begriff der Schuldentragfähigkeit.

- (1) Krugman (1979) argumentiert, dass Veränderungen in den ökonomischen Fundamentaldaten verbunden mit schlechter Wirtschaftspolitik eine bedeutende Rolle dabei spielen, dass ein Land in eine Finanzkrise gerät. Wenn ein Land von einem exogenen Schock erfasst wird, es dagegen nicht immun ist und gleichzeitig auch keine bonitätsfördernden Maßnahmen ergreift, beginnen die Gläubiger damit, ihre Außenstände einzufordern. Sobald die Währungsreserven eine bestimmte Schwelle unterschreiten, kommt es zu einer Währungskrise, die in eine Finanzkrise und damit in einen default mündet.
- (2) Alesina, Prati und Tabellini (1990) zeigen in einem 2-Perioden-Modell, dass es zu multiplen Gleichgewichten kommen kann, wenn ein Souverän bei Vorhandensein von default-Kosten seine Verschuldung prolongieren will. Dass der default zu einem Gleichgewicht in diesem Modell wird, kann ausgeschlossen werden, wenn es dem Souverän gelingt, die durchschnittliche Laufzeit seiner Schulden zu verlängern. Cole/Kehoe (1996 und 2000) identifizieren diese Gleichgewichte auch in einem Mehr-Perioden-Modell, wenn die Annahme getroffen wird, dass ein Souverän zu jeder Zeit die Wahl hat, in den default zu gehen. Der default hängt hierbei von der Höhe des Schuldendienstes und einer sunspot-Variablen ab. Wenn der Schuldendienst reduziert werden kann, sinkt auch die Wahrscheinlichkeit einer Vertrauenskrise und damit die Wahrscheinlichkeit einer Schuldenkrise.

- (3) Obstfeld (1996) stellt nicht auf die Fundamentaldaten einer Volkswirtschaft ab, sondern auf die Erwartungen der Finanzmarktakteure über die Fundamentaldaten. Sobald sich neue Erwartungen aufgrund von Änderungen in sunspot-Variablen bilden, kann es zu einer Finanzkrise kommen; auch wenn die Fundamentaldaten der Volkswirtschaft Gesundheit bescheinigen. Nach Obstfeld entsteht die Finanzkrise aus Herdenverhalten und Koordinationsfehlern. Somit wäre eine Verhinderung einer Finanzkrise schon mit Veränderungen der Erwartungen hin zum Positiven zu erreichen und die tatsächlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen dienen nur flankierend der Glaubwürdigkeit.
- (4) Cohen (2000) sucht in seiner empirischen Studie nach Schwellenwerten der Verschuldung, die anzeigen, ab wann die Verschuldung zu groß sei. Dazu untersucht er die am höchsten verschuldeten armen Länder, die in der so genannten HIPC-Initiative zusammengefasst sind, im Zeitraum von 1980 bis 1990. Diese Länder sind in den default gegangen, wenn erstens das debt-to-exports ratio bei mehr als 270% lag, zweitens, wenn das debt-to-GDP ratio bei über 80% lag, und drittens, wenn das Verhältnis von Schuldenstand zu Steueraufkommen (debt-to-tax revenue ratio) mehr als 300% betrug. Die HIPC-Initiative ist hingegen nicht Gegenstand dieser Arbeit, sodass die genannten Schwellenwerte nur einen groben Anhaltspunkt für Schwellenländer darstellen und nicht ohne weitere Annahmen übertragen werden können.
- (5) Detragiache/Spilimbergo (2001) zeigen in ihrem Modell unter Annahme von Unsicherheit, dass ein exogener Produktionsschock zu einer Liquiditätskrise führt. Sie begründen dies damit, dass die Kosten eines defaults positiv mit dem Produktionsniveau korrelieren. Sobald also ein negativer Produktionsschock eine Volkswirtschaft erfasst hat, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich der Souverän für den default entscheidet, weil die diesbezüglichen Kosten niedriger sind als die Wohlfahrtskosten, die mit unpopulären wirtschaftspolitischen Maßnahmen einhergehen. Die Autoren untersuchen daraufhin 69 Länder über einen Zeitraum von 1971-1998 und finden als Ergebnis, dass die Wahrscheinlichkeit eines defaults ansteigt, (a) je weniger liquide eine Volkswirtschaft ist, (b) je höher das Verschuld-

ungsniveau ist und (c) je größer der Anteil der multilateralen Institutionen als Gläubiger am Verschuldungsstand ist. Ebenfalls sehen die Autoren, dass Länder mit überbewerteten Wechselkursen und einem nur relativ kleinen Exportsektor an handelbaren Gütern anfällig gegenüber einem default sind.

- (6) Paladino/Stein (2001) ermitteln einen Schwellenwert für einen optimalen Auslandsverschuldungsstand. Sie konstruieren unter der Annahme von Unsicherheit ein 2-Perioden-Modell, in dem die Gläubiger wie auch der Schuldner ihren Nutzen maximieren. Ein default tritt in diesem Modell ein, wenn in der 2. Periode der Konsum unter einem Schwellenwert liegt. Aus einer vorgegebenen Verteilung an Produktivitätsschocks kalkulieren die beiden Autoren ein maximales Niveau an Verschuldung. Sie wählten für ihre empirische Studie den Zeitraum 1980-1999 und berücksichtigten dort 21 Länder, die ihre Auslandsverschuldung restrukturierten, und 13 Länder, die darauf verzichteten und aus eigener Kraft den Produktivitätsschock überwandten. Die Ergebnisse ihrer Studien sind uneinheitlich: Aus dem Verschuldungsniveau lässt sich eine Restrukturierung nicht vorhersagen. Jedoch konstruieren die beiden Autoren auch eine Variable, die die Differenz zwischen dem tatsächlichen Verschuldungsstand des untersuchten Landes und dem optimalen Verschuldungsstand, berechnet aus ihrem Modell, ermittelt. Daraus lässt sich herauslesen, dass Länder, die ihre Auslandsverschuldung restrukturierten, eine große positive Differenz zwischen der tatsächlichen und der berechneten Verschuldung hatten oder dass die Differenz über die Jahre deutlich anstieg. Anders ausgedrückt restrukturierten diejenigen Länder ihre Auslandsverschuldung, die ihr optimales Verschuldungsniveau bereits überschritten hatten.
- (7) Reinhart (2002) wählt den Ansatz, Ratingagenturen dahingehend zu untersuchen, wie gut es ihnen gelang, Währungskrisen und defaults in den Jahren 1979-1999 vorherzusagen. Die Autorin findet eine enge Verbindung zwischen Währungskrisen und einem default für die Schwellenländer: Die Wahrscheinlichkeit, dass eine Währungskrise einem default folgt, beträgt 46%, während ein default in 61% aller Fälle einer Währungskrise folgt. Damit wird eine Währungskrise zum Indikator für einen drohenden default. Diese empirische Beobachtung ist konsistent

mit dem Verhalten der Ratingagenturen: Stufen sie ein Land nach einer Währungskrise herab, steigt die Wahrscheinlichkeit eines defaults.

- (8) Der Internationale Währungsfonds (IMF 2002a) untersuchte seine Mitgliedsländer, ohne Industrieländer, hinsichtlich ihrer Schuldenkrisen für die Jahre 1979-2001. Diejenigen Länder, die sich in diesem Zeitraum einer Schuldenkrise gegenübersehen, hatten eine debt-to-GDP ratio von 50-60%.
- (9) Catão/Sutton (2002) argumentieren, dass Volatilität ein Schlüsselement bei defaults sei. Sie untersuchen 25 Schwellenländer über einen Zeitraum von 1975-2001 hinsichtlich der Rolle von terms-of-trade-Schocks (externe Volatilität) und hinsichtlich der Rolle von Fiskal- und Geldpolitik sowie Kapitalverkehrskontrollen (interne Volatilität). Sie finden dabei signifikante Variablen zur Erklärung der internen Volatilität: die BIP-Wachstumsrate, das Verhältnis von Schuldendienst zu Exporterlösen, das Verhältnis von Netto-Währungsreserven zum Schuldenstand, den Haushaltssaldo, die realen US-Zinsen und den realen effektiven Wechselkurs. Alle Variablen überführen sie in ihr Modell und können damit 16 von 19 Finanzkrisen aus den untersuchten Ländern voraussagen. Dabei stellen sie fest, dass die Fiskalpolitik den größten Anteil zur Erklärung von Finanzkrisen beiträgt. Die beiden Autoren machen daraufhin den Vorschlag, die ökonomische Entwicklung einer Volkswirtschaft von der Politik loszulösen, was über Zentralbankautonomie, mehr Transparenz im öffentlichen Sektor und Gesetzen zu fiskalischer Verantwortung erreicht werden kann. Dazu, wie weit jeweils diese Vorschläge auszugestalten sind, machen die Autoren keine Aussage, sodass lediglich die Vermutung geäußert werden kann, dass ein Mehr an Zentralbankautonomie, Transparenz und fiskalischer Verantwortung die Wahrscheinlichkeit eines defaults verringert.
- (10) Reinhart/Rogoff und Savastano (2003) argumentieren, dass es keine feststehende Verschuldungsschwelle gibt – gemessen am debt-to-GDP ratio oder debt-to-exports ratio –, sondern dass sich diese Schwelle aus der Historie dieser beiden Verhältnisse ergibt. Nach den Überlegungen der drei Autoren verliert ein Land an

Reputation, wenn es schon einmal in einem default war. Infolgedessen verlangen Gläubiger eine höhere Risikoprämie und die Wahrscheinlichkeit für eine Schuldenkrise beginnt schon bei niedrigeren debt-to-GDP und debt-to-exports ratios. Die Autoren ermitteln eine debt-to-GDP ratio von 40% für ein Land, das in der Vergangenheit schon einmal in einem default war. Demgegenüber bemerkt Sims (2003), dass die Wahrscheinlichkeit, eine debt-to-GDP ratio von über 40% zu haben und trotzdem nicht in den default zu fallen, noch immer hoch bleibt. Die Wahrscheinlichkeit, nicht in den default zu gehen, ist niedrig bei einer debt-to-exports ratio von über 400%, wobei viele defaults bereits bei Relationen von deutlich unter 400% zu beobachten waren.

- (11) Manasse/Roubini und Schimmelpfennig (2003) untersuchten 37 Länder für den Zeitraum von 1976-2001. Aus der Studie ergibt sich, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Finanzkrise von einer Kombination aus externen Schuldenindikatoren, makroökonomischen Rahmenbedingungen und politökonomischen Faktoren geprägt ist. Sie wählen zwei Definitionen für eine Finanzkrise: (a) Das Land hat einen unbedingten Kredit beim IWF aufgenommen, der 100% der Landesquote ausmacht. (b) Standard & Poors gibt dem Land im Rahmen ihrer Bonitätseinstufung die Klassifizierung *default*.

Insgesamt finden die Autoren 16 Variablen. Aus der Definition (a) konnten sie damit 76% aller Finanzkrisen der untersuchten Länder prognostizieren. In 6% der Fälle lieferte das Modell einen Fehllalarm, wobei die Hälfte davon lediglich eine zu frühe Warnung war und die Finanzkrise 1 Jahr später eintrat. Nach der Definition (b) lieferte das Modell in 63% der Fälle ein richtiges Signal für die Finanzkrise und nur bei 4% einen Fehllalarm. Weiter finden die Autoren ein hohes default-Risiko in Ländern, die sich in Perioden hoher Verschuldung und hoher Inflation befinden. Länder mit mittelmäßig hoher Verschuldung, die sich jedoch in einer Phase von Liquiditätsschwierigkeiten befinden und gleichzeitig politisch instabil sind sowie ein Fixkurssystem haben, sind ebenfalls mit einem hohen default-Risiko konfrontiert.

(12) Gapen et.al. (2005) ermitteln eine staatspezifische Verschuldungsgrenze und die Vermögenswerte eines Staates. Beide werden miteinander verglichen. Der default tritt nach diesem Ansatz ein, wenn der Wert des Staatsvermögens unter die Verschuldungsgrenze fällt. Um diesen Vergleich möglich zu machen, wird als Verschuldungsgrenze die Summe der kurzfristigen Auslandsverschuldung zuzüglich der Hälfte der langfristigen Auslandsverschuldung festgelegt. Als Staatsvermögen erfassen die Autoren ausschließlich die Währungsreserven und den Barwert der aktuellen und zukünftigen Haushaltsüberschüsse. Ländereien und Vermögenswerte in Staatsbesitz, die nicht veräußerbar sind, bleiben unberücksichtigt. An diesem Ansatz ist zu kritisieren, dass zwar die Währungsreserven leicht zu bewerten sind, dies jedoch für die Barwertberechnung der Haushaltsüberschüsse ungleich schwieriger ist. Leicht ermittelbar sind zwar Steuereinnahmen von Unternehmen und privaten Haushalten einschließlich Abgaben, Gebühren und Bußgeldern, Gewinnen der Staatsbetriebe, der Unternehmensbeteiligungen und der Zentralbank. Schwer zu quantifizieren sind hingegen unregelmäßige Staatseinnahmen wie zukünftige (Teil-)Privatisierungen, denn je nach Marktlage sind deren Verkaufserlöse höher oder niedriger. In die Teilprivatisierung entlassene Staatsbetriebe erbringen zudem einen schwer prognostizierbaren Einnahmestrom. Besondere Schwierigkeit bereitet die Berechnung der Seignorage, denn die Verhaltensweise einer – mehr oder weniger – unabhängigen Zentralbank ist nur schwer vorherzusehen. Darüber hinaus sind für die Berechnung der Barwerte zukünftiger Haushaltsüberschüsse das zukünftige Wirtschaftswachstum, wirtschaftspolitische Maßnahmen und ein Diskontierungsfaktor zu schätzen. Um dieser Kritik erfolgreich zu begegnen, behelfen sich die Autoren mit einem vollkommen anderen Ansatz: Sie nehmen ein festes Verhältnis von Verbindlichkeiten zu Vermögenspositionen eines Souveräns an. Verbriefte Verbindlichkeiten des Souveräns sind demnach ein Anspruch auf dessen aktuelle und zukünftige Vermögenswerte. Implizit gehen in die Kurse der Verbindlichkeiten die Erwartungen aller Marktteilnehmer über die zukünftige Entwicklung der Volkswirtschaft ein. Jedoch bleibt unberücksichtigt, dass die Marktteilnehmer nur für einen begrenzten Zeitraum Erwartungen bilden. Nach diesem neuen Ansatz wird eine genaue Be-

rechnung der Barwerte von Haushaltsüberschüssen obsolet und durch eine abschließliche Betrachtung der beobachtbaren Kurse der Verbindlichkeiten und deren festem Verhältnis zum Staatsvermögen ersetzt.

Die dargestellten Ergebnisse lassen keinen einfachen und einheitlichen Schluss zu, denn (a) berücksichtigen die empirischen Studien nicht alle die gleichen Länder: Einige Studien beinhalten nur Länder mit einem Zugang zum internationalen Finanzmarkt, andere Studien ergänzen um Länder, deren primäre Kapitalquelle Kredite von einzelnen Gläubigerländern oder Banken sind und (b) werden in den Studien unterschiedliche Definitionen für einen default herangezogen: Einige Studien stellen auf die Höhe des Schuldenrückstands ab, andere Studien beziehen sich mit ihrer Definition explizit auf die Klassifizierungen der Ratingagenturen hinsichtlich einer „Umschuldung“ oder eines „defaults“; wieder andere Studien erweitern ihre Definitionen auf Inanspruchnahmen von IWF-Krediten. Insgesamt kann gesagt werden, dass die Spezifika der Länder eine entscheidende Rolle bei der Berechnung von Verschuldungsschwellen haben und eine Übertragbarkeit auf andere Länder oder Ländergruppen nicht ohne Weiteres möglich ist. Insofern wird diese Arbeit im Kapitel 6 einen Ansatz suchen, um von Verschuldungsschwellen zu abstrahieren und sich auf die Vermögenspositionen einer Volkswirtschaft konzentrieren.

2.2. Kapitalerträge und -verluste im Restrukturierungsprozess

Seitens der Anleihegläubiger wird die These vertreten, dass sie durch eine Restrukturierung maßgebliche Verluste erleiden (*haircuts*) und somit unverhältnismäßig hohe Lasten zu tragen hätten, während andere Gläubigerklassen diese Lasten nicht im gleichen Umfang trügen. Der Begriff *haircut* stammt aus der englischsprachigen Fachliteratur und wird als „Sicherheitsabschlag“ ins Deutsche übersetzt. Dies trifft nicht den Kontext, dass Gläubiger Verluste aus einer Schuldenrestrukturierung zwangsweise oder aufgrund von Verhandlungen zu tragen haben. Infolgedessen soll der Begriff *haircut* für diese Arbeit als terminus technicus beibehalten werden.

Unabhängig davon, welche Lasten die multi- und bilateralen Gläubiger sowie die Banken zu tragen haben, können die Anleihegläubiger isoliert betrachtet werden. Während die Frage nach der Verhältnismäßigkeit im Vergleich mit anderen Gläubigerklassen hier nicht thematisiert werden soll, soll der These nachgegangen werden, ob die Kapitalerträge aus der Zeit vor der Restrukturierung die *haircuts* aufwiegen und sich die Anleihegläubiger zumindest absolut gesehen nicht schlechter stellten, wenn sie einem *haircut* zustimmten. Zu untersuchen ist demnach, wie hoch Verluste und Kapitalerträge für die Vermögensklasse der Schwellenländer in den vergangenen Jahren tatsächlich waren.

In der Studie von Klingen/Weder und Zettelmeyer (2004) werden 22 Entwicklungs- und Schwellenländer untersucht und anhand des Sekundärmarktes für Staatsanleihen ex post Rückflüsse an private Gläubiger analysiert. Ziel ist es, Kapitalerträge zu schätzen. Die Autoren ermitteln, 1970 beginnend, einen Nettotransfer bis ins Jahr 2000. Nettotransfer definieren sie als Auszahlungen an private Gläubiger abzüglich der Summe der Schuldendienste. Das dafür notwendige Zahlenmaterial liefert die Weltbank aus ihrer Datenbank *Global Development Finance* (GDF), in der neben den Auszahlungen und Schuldendiensten auch Restrukturierungen indirekt herausgelesen werden können. Restrukturierungen, die Änderungen in der Vermögensklasse herbeiführen, wie debt-equity-swaps, Brady-Bonds und short-term-long-term-swaps, sind aus der Datenbank zwar ersichtlich, führen aber zu systematischen Schätzfehlern bei den Kapitalerträgen und sind zu berichtigen. Die Autoren lösen diese Ungenauigkeiten im Zahlenmaterial der Datenbank durch explizite Berücksichtigung von Auszahlungen und Rückzahlungen aus Sicht der Gläubiger wie folgt: Handelt es sich um debt-equity-swaps, wurden Dividendenzahlungen und Kursgewinne berücksichtigt, denn es kam nach einem debt-equity-swap zu keinen Rückzahlungen vom Schuldnerland an die Gläubiger; es fand lediglich ein Tausch von der einen Vermögensklasse in eine andere statt. Brady-Bonds waren die innovative Lösung der Schuldenkrise der 80er Jahre. Hier wurden Bankdarlehen in Anleihen getauscht, was zu entsprechenden Reduzierungen im Bestand der Bankdarlehen führte, ohne dass in der Datenbank eine Rückzahlung an die Gläubiger erfasst wurde; gleichzeitig ist der Bestand an Anleihen gestiegen. In den Berechnungen werden somit Bestandsänderungen mit einer Quasi-Aus- und -Rückzahlung

berücksichtigt. Analog wurde mit Schuldenswaps verfahren: Hierbei wurde der Bestand an kurzfristigen Anleihen zugunsten längerer Laufzeiten reduziert, ohne dass es zu einer Rückzahlung gekommen war. Gleichzeitig stieg in der Datenbank der Bestand an langfristigen Anleihen ohne eine entsprechende Einzahlung. Auch hier werden die Bestandsänderungen durch Quasi-Aus- und -Rückzahlungen berücksichtigt.

Sobald die Bestände an Auslandsverschuldung für 1970 und 2000 ermittelt sind, wird der Nettotransfer mit einem gewichteten Durchschnitt von Anleihepreisen auf dem Sekundärmarkt des betrachteten Landes über die 30 Jahre multipliziert. Für 22 Entwicklungs- und Schwellenländer liegen Informationen über Anleihepreise auf dem jeweiligen Sekundärmarkt und Schuldenstände für einen Zeitraum seit 1970 vor. Insbesondere die ehemaligen Ostblock-Staaten sind nicht erfasst, obwohl gerade sie in den letzten Jahren Kandidaten einer Restrukturierung ihrer Auslandsverschuldung gewesen waren.

Als Vergleichsmaßstab der Renditen einer Investition in den Entwicklungs- und Schwellenländer wurden die Renditen einer 3-jährigen US-Staatsanleihe, einer 10-jährigen US-Staatsanleihe und eines Index von US-Unternehmensanleihen herangezogen.

Ex Post Renditen an private Gläubiger (1970-2000)

Öffentliche und öffentlich garantierte Schulden

Land	Renditen (in % p.a.)				Spreads		
	Land	US 3 Jahre	US 10 Jahre	US Untern.	1970- 1989	1989- 1994	1994- 2000
alle Länder der Studie	8,4	8,4	9,1	10,4	-5,0	16,7	6,7
Lateinamerika							
Argentinien	7,2	8,4	9,3	10,7	-14,5	28,5	4,9
Brasilien	8,5	8,6	8,9	10,1	-5,8	28,6	8,6
Chile	9,5	8,9	9,8	11,3	-2,1	22,8	1,0
Kolumbien	8,5	7,9	8,9	10,2	-3,2	12,1	-1,8
Ecuador	4,5	8,7	9,4	11,1	-14,2	40,5	-9,3
Mexiko	9,6	8,5	9,3	10,8	-2,8	12,9	8,6
Panama	8,0	8,6	8,6	9,9	-6,6	45,9	0,7
Peru	6,0	8,3	8,8	9,1	./.	144,3	-4,8
Venezuela	7,6	8,7	9,2	10,8	-7,1	14,3	13,9
Südost-Asien							
Indonesien	8,4	7,8	8,6	9,6	1,3	3,5	-1,3
Südkorea	9,6	8,3	9,0	10,1	./.	./.	2,2
Malaysia	8,8	8,6	10,0	11,3	-0,3	4,7	0,2
Philippinen	6,9	8,4	8,7	10,0	-5,8	14,1	2,0
Thailand	8,9	7,3	8,5	9,4	2,1	3,9	0,2

Tabelle 1: Ex Post Renditen und Spreads an private Gläubiger (1970-2000)

Quelle: Klingen/Weder/Zettelmeyer (2004).

In der Tabelle sind von den 22 Ländern, die die Autoren analysieren, 14 Länder dargestellt. Die übrigen Länder, wie beispielsweise Algerien, Côte d'Ivoire und der Libanon wurden nicht aufgeführt, weil diese Arbeit hauptsächlich Schwellenländer betrachtet.

Zu erkennen sind aus der Tabelle die jährlichen Renditen ausgesuchter Schwellenländer im Vergleich mit den jährlichen Renditen von 3- und 10-jährigen US-Staatsanleihen sowie gegenüber dem Index aus den US-Unternehmensanleihen. Für jedes Land haben die Autoren aus den Aus- und Rückzahlungsströmen die jeweiligen Anlagerenditen berechnet.

In den Spalten 6-8 sind die Spreads, also die Risikoprämien zur 3-jährigen US-Staatsanleihe, für die jeweiligen Länder nach 3 Zeiträumen unterteilt. Der Zeitraum 1970-1989 umfasst eine Periode schwerer Schulden- und Währungskrisen. Der Zeitraum 1989-1994 ist durch die erfolgreiche Restrukturierung vieler, insbesondere lateinamerikanischer, Länder gekennzeichnet (vgl. Klingen/Weder/Zettelmeyer 2004, S. 25f).

Die Ergebnisse sind wie folgt:

- (1) In der langen Frist von 1970 bis 2000 liegt die durchschnittliche jährliche Rendite aggregiert über alle untersuchten Länder bei rund 8,4%. Dies ist identisch mit der Rendite einer US-amerikanischen 3-jährigen Staatsanleihe, niedriger als die 10-jährige US-Staatsanleihe und rund 200 Basispunkte niedriger als die Rendite aus dem Index der US-Unternehmensanleihen. In der langen Frist hat es demnach für die in der Studie untersuchten Länder keine Risikoprämie zu vergleichbaren US-Staatsanleihen gegeben, während die Risikoprämien für US-Unternehmensanleihen sogar höher waren.
- (2) Aus der Tabelle indirekt ersichtlich sind die Risikoprämien der einzelnen Länder. So haben 11 Länder, sie repräsentieren 74% der Auslandsverschuldung des Jahres 2000, eine jährliche Rendite, die um bis zu 100 Basispunkte höher liegt als die Rendite der 3-jährigen US-Staatsanleihe. Innerhalb eines Risikoaufschlages von 200 Basispunkten liegen fast alle Länder. Nur wenige Länder mussten an den internationalen Kapitalmärkten Risikoprämien von mehr als 200 Basispunkten auf ihre Auslandsverschuldung zahlen. Deren aggregierte Verschuldung macht jedoch lediglich 5% der gesamten Auslandsverschuldung aus dem Jahr 2000 aus.
- (3) Sobald die lange Frist in drei Zeiträume aufgeteilt wird, ergibt sich ein differenzierteres Bild: Der Zeitraum 1989-94 erbringt weit höhere Kapitalerträge als der folgende Zeitraum 1994-2000. Daraus schließen die Autoren, dass sich nach der Schuldenkrise in den 80er Jahren die Finanzmärkte in den darauffolgenden Jahren deutlich erholt haben. Für den zweiten Zeitraum 1994 - 2000 bleiben die Spreads

moderat hoch, weil es in diesen Jahren zu einer Häufung weiterer Finanzkrisen in Schwellenländern gekommen ist.

Die Annahme eines risikoaversen Investors besagt, dass ex ante Spreads von risikobehafteten Vermögensklassen positiv sein sollten. Die Tatsache, dass Investoren in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder defaults und Restrukturierungen erlebt haben, zeigt unabweisbar, dass die Staatsanleihen der Schwellenländer mit besonderen Risiken behaftet sind. Die Autoren stellen deshalb die These auf, dass langfristig die ex post Spreads positiv sein müssten, die Renditen im Vergleich zu US-Staatsanleihen also höher sein müssten, selbst wenn defaults und Restrukturierungen renditemindernd einberechnet werden. Für die Übernahme des Risikos eines defaults sollten die Finanzmärkte eine Prämie gefordert haben. Die Autoren schließen aus ihren empirischen Befunden, dass es ex ante bei Marktteilnehmern zu Prognosefehlern gekommen ist. Andererseits lässt sich feststellen, dass die *haircuts* im Rahmen von Restrukturierungen nur so hoch waren, dass immer noch Renditen auf dem Niveau von US-Staatsanleihen erzielt werden konnten geschweige denn, dass die Anleihegläubiger einen Verlust auf ihr Kapital erlitten hätten.

Der Datensatz über 30 Jahre stellt in dieser makroökonomischen Betrachtung nach Meinung der Autoren noch nicht die lange Frist dar – umfasst der Zeitraum doch lediglich zwei Konjunkturzyklen (vgl. Klingen/Weder/Zettelmeyer 2004, S. 37). Der erste Konjunkturzyklus umfasst den Zeitraum von der Mitte der 70er Jahre bis 1989 – dem Tiefstand der Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer. Da die Nettokapitalrückflüsse in diesem ersten Zyklus sehr niedrig waren, vertreten die Autoren die These, dass ex ante von den Gläubigern keine hohen Risikoprämien gefordert wurden. Marktteilnehmer schienen die Schwere des Abschwungs und die Tiefe der Schuldenkrise in den 80er Jahren ex ante nicht antizipiert zu haben. Es ist aber auch vorstellbar, dass die Verluste früherer Restrukturierungen in den Köpfen der Marktteilnehmer verblasst waren oder einfach nur ausgeblendet wurden.

Sturzenegger/Zettelmeyer (2005) untersuchten in einer weiteren Studie den Verlust eines Investors, wenn er einer Restrukturierung zustimmt (*haircuts*). Als Ausgangslage

formulierten sie die Fragen, (a) wie viel risikobehaftetes Kapital (Exposure) die Investoren im default-Fall retten können, (b) ob die Investoren in den verschiedenen Ländern gleich behandelt werden, (c) ob es substantielle Änderungen in den verschiedenen Restrukturierungsfällen gibt und (d) welche wirtschaftspolitischen Implikationen damit verbunden sind.

Dabei untersuchten sie die Restrukturierungen in den Ländern Russland (1999 und 2000), Ukraine (1998, 1999 und 2000), Pakistan (1999), Ecuador (2000), Uruguay (2003) und Argentinien (2001, 2002 und 2005).

Um den Verlust messen zu können, verglichen die beiden Autoren den Barwert des Marktwertes des neuen Instruments nach der Restrukturierung einschließlich aller Sonderzahlungen, - Nettobarwert (Neu, r_{neu}) - mit dem Nettobarwert der Zahlungsströme des alten Instruments vor der Restrukturierung - Nettobarwert (Alt, r_{neu}). Damit ergibt sich ein *haircut* (H) unter Berücksichtigung der Diskontrate r_{neu} direkt nach der Bekanntgabe der Restrukturierungsergebnisse:

$$H \equiv 1 - \frac{\text{Nettobarwert (Neu, } r_{neu} \text{)}}{\text{Nettobarwert (Alt, } r_{neu} \text{)}}$$

In der konventionellen Berechnungsmethode auf finanzmarkt-technischer Ebene wird der *haircut* üblicherweise aus dem Marktwert des neuen Instruments einschließlich aller Sonderzahlungen dividiert durch die Summe des ausstehenden Nominalwertes einschließlich aller fälligen Zinsen berechnet. Die konventionelle Methode ist einfacher, denn sie berücksichtigt nicht die diskontierten laufenden (zukünftigen) Zahlungen der ursprünglichen Anleihe. Dies ist deshalb der Fall, weil die Annahme getroffen wird, dass die Gläubiger im default-Fall keine zukünftigen Zahlungen mehr zu erwarten haben, sondern nur noch ein Recht auf Rückzahlung des Nominalwertes einschließlich der bis dahin aufgelaufenen Zinsen haben. Insofern wäre die Diskontierung der ohnehin nicht zu erwartenden Zahlungen obsolet.

Sturzenegger/Zettelmeyer folgen dieser konventionellen Berechnungsmethode nicht, weil sie auf die Entscheidung eines Investors abstellen, der die Wahl hat zwischen den

zukünftigen Schuldendiensten aus dem alten Instrument und den Zahlungen aus dem neuen Instrument. Sie gehen davon aus, dass im Fall einer Nichtrestrukturierung die alten Schuldeninstrumente weiter bedient werden müssen. Daran ändert auch der default nichts: Rechtlich haben die Schulden weiterhin Bestand und sind zu bedienen. Ex ante wird der einzelne Gläubiger also die beiden Zahlungsströme (des alten und des neuen Instruments) vergleichen und darauf aufbauend – sowie unter Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeit der Bedienung der Schuld zu den alten Konditionen – eine Entscheidung treffen, ob er einer Restrukturierung zustimmen und damit auf das neue Instrument mit neuen Zahlungsströmen wechseln wird.

Die konventionelle Berechnungsmethode berücksichtigt zudem einen Schuldendienst, der auf dem Nominalzins des alten Instrumentes beruht. Da sich die Effektivverzinsung einer Anleihe aber aus den beiden Komponenten Nominalzinssatz und Kursdifferenz zum Nominalwert ergibt, ist sie üblicherweise, aber nicht immer, höher als der Nominalzins der Anleihe. Infolgedessen ist bei einer Berechnung des haircuts auch der Effektivzinssatz als Diskontierungsfaktor zu wählen und nicht nur der Nominalzinssatz. Es ergibt sich damit eine systemische Abweichung der Schuldenstreichung zwischen den beiden Berechnungsmethoden: Bei der Barwertmethode ist die Schuldenstreichung niedriger als nach der konventionellen Methode. Diese Lücke wird größer, je länger die Laufzeit des neuen Instrumentes ist.

Die Entscheidung für den einzelnen Investor, einem Restrukturierungsangebot zuzustimmen, ergibt sich damit wie folgt: Der Nutzen aus der Annahme des Angebots hat größer zu sein als der Nutzen aus der Ablehnung des Angebots.

Der *Nutzen aus der Annahme des Angebots* ist der Marktwert des neuen Instruments, der am Sekundärmarkt für Anleihen beobachtet werden kann. Unter der Annahme perfekter Informationen entspricht zudem der Nutzen aus der Annahme des Angebots genau dem Nettobarwert unter Berücksichtigung der neuen Diskontrate.

Der *Nutzen aus der Ablehnung des Angebots* ist der unbeobachtbare Wert der alten Anleihe unter den Bedingungen des Restrukturierungsangebots und dessen, was der Investor danach erwartet. Unter der Annahme, dass die alte Anleihe weiter bedient wird

und es damit zu keiner Diskriminierung der alten Anleihe kommt, ergibt sich deren Wert als Nettobarwert unter Berücksichtigung der neuen Diskontrate. Üblicherweise kommt es aber zu einer Diskriminierung der alten Anleihe, sodass der Nutzen aus der Ablehnung von den Investoren geringer eingeschätzt wird als der berechenbare Nettobarwert.

Damit ergibt sich ein Haircut von

$$H \leq 1 - \frac{\text{Nutzen der Ablehnung}}{\text{Nettobarwert}(\text{alt}, r_{\text{neu}})}$$

und dieser muss kleiner sein als das Angebot des Schuldnerlandes, damit ein Investor dem Restrukturierungsangebot zustimmen kann. Mit anderen Worten: Der Haircut sagt, wie groß die Differenz zwischen dem theoretischen Wert der alten Anleihe und dem Wert der Anleihe, wie er von den Investoren erwartet wird, mindestens sein muss, um das Restrukturierungsangebot anzunehmen.

Bei der Berechnung der Nettobarwerte sind die Diskontraten der neuen Instrumente anzusetzen. Diese sind als Zinsstrukturkurve üblicherweise am Sekundärmarkt für eine einzelne Anleihe abzulesen. Dabei treten in der Praxis mehrere Probleme auf:

- (1) **Keine Zinsstrukturkurve beobachtbar:** In einigen Restrukturierungsfällen, wie der Ukraine 1998, Russland 1999 oder Argentinien 2001, wurden die neuen Anleihen nicht zum Handel an der Börse zugelassen. Damit fehlte eine beobachtbare Zinsstrukturkurve, die als Diskontrate zur Berechnung des Nettobarwertes hätte herangezogen werden könnte. In solch einem Fall werden die Zinsstrukturkurven ähnlicher Anleihen (Bonität, Laufzeit, Emissionsdatum) zugrunde gelegt. Fraglich ist hingegen, ob direkt an diesem oder den nächsten Tagen ähnliche Anleihen emittiert wurden. Sollten zumindest Anleihen gleicher Laufzeit, aber anderer Bonität emittiert worden sein, so könnte der Spread, der sich aufgrund des Bonitätsunterschiedes zweier Emittenten ergibt, herausgerechnet werden.
- (2) **Laufzeiten differieren:** Üblicherweise hat nach einer Restrukturierung die neue Anleihe eine längere Laufzeit als die alte. Zugleich hat die Zinsstrukturkurve der neuen Anleihe einen steigenden Verlauf, weil in der Restrukturierung das Ende der

Finanzkrise gesehen wird. Die Zinsstrukturkurve der alten Anleihe hat hingegen noch einen sinkenden Verlauf, weil in ihr noch immer ein Fortbestehen der Finanzkrise gesehen wird. In der Berechnung wird damit eine höhere Diskontrate angesetzt, die systemisch den Nettobarwert der alten Anleihe unterschätzt und damit den haircut vergrößert. In diesem Fall könnte eine durchschnittliche Laufzeit der alten Anleihen ermittelt werden. Daraus lässt sich eine Zinsstrukturkurve für die neue Diskontrate interpolieren, indem die Zinsstrukturkurven der anderen am Markt gehandelten Anleihen herangezogen werden. Fraglich ist, ob am Markt überhaupt Anleihen gehandelt werden, die eine ähnliche Laufzeit haben, wie die hypothetisch errechnete durchschnittliche Anleihe. Dieses Problem kann gelöst werden, indem die nächste Laufzeit zur hypothetischen Anleihe am Markt gefunden und diese anhand der Zinsstrukturkurve der US treasury bills interpoliert wird, sodass sich für sie eine Zinsstrukturkurve ergibt.

- (3) **Währungswechsel:** Es ist nicht unüblich, dass die alten Anleihen in einer anderen Währung denominierten als die neue. Damit kann für die Berechnung des Nettobarwertes der alten Anleihe nicht die gleiche Diskontrate für die neue Anleihe herangezogen werden. Solange für beide Währungen Zinsstrukturkurven am Markt ermittelbar sind, besteht kein Problem. Die beiden Nettobarwerte zu unterschiedlichen Währungen lassen sich alsdann über den Wechselkurs am Tag der Neuemission wieder zusammenführen.
- (4) **Bonitätswechsel:** Sobald eine übergeordnete Gebietskörperschaft als Emittent oder Bürge für die neue Anleihe auftritt, ändert sich auch die Bonität dieser Anleihe im Vergleich zur alten Anleihe der untergeordneten Gebietskörperschaft. Der Nettobarwert der alten Anleihe wird dann aber unter Berücksichtigung der neuen, niedrigeren Diskontrate zu hoch berechnet sein und der haircut damit überschätzt.
- (5) **Informationsdefizite:** Es kann vorkommen, dass in Restrukturierungen ein Bündel an neuen Anleihen zu unterschiedlichen Bedingungen angeboten wird. Ex ante ist aber für den Anleihegläubiger nicht ermittelbar, welche neue Anleihe aus dem Bündel tatsächlich realisiert wird. Eine Lösung dieses Problems könnte darin bestehen, dass einerseits die bestmögliche Anleihe für den Anleihegläubiger realisiert wird, andererseits die am wenigsten gewünschte Alternative. Es stellte sich bei den

Berechnungen dieser beiden Szenarien hingegen heraus, dass sich keine substantiellen Differenzen ergeben.

- (6) **Variable Verzinsung:** Neben einem festen Nominalzins können Anleihen auch mit einer variablen Verzinsung, beispielsweise auf den EURIBOR zuzüglich einer Risikoprämie, emittiert werden. Werden solche Anleihen im Restrukturierungsprozess emittiert, kann der Nettobarwert nur berechnet werden, wenn am Tag der Emission ein Zinspfad bekannt ist. Das ist immer dann der Fall, wenn der entsprechende Markt gut entwickelte Swap- und Future-Teilmärkte hat. In manchen Restrukturierungen sind hingegen lokale variable Basiszinssätze zugrunde gelegt, da diese Länder keine entwickelten Swap- und Future-Teilmärkte haben. In solchen Fällen werden nicht die erwarteten Zinssätze am Tag der Emission herangezogen, sondern die jeweils laufend verfügbaren Basiszinssätze.

Haircuts verschiedener Länder zwischen 1998 und 2005

Land	Inland/ Ausland	Nominalwert (in Mio. US-\$)	Partizipations- rate (in %)	haircut Barwertmethode		haircut konventionell Durchschnitt (in %)
				Durchschnitt (in %)	Spannbreite (in %)	
Russland	Inland	4.810	95	45,0	40-55	45,7
	Ausland	33.890	97	53,9	50-75	68,1
Ukraine	Inland	4.470	84	6,9	5-9	18,2
	Ausland	3.291	95	32,0	22-58	42,1
Pakistan	Ausland	610	99	30,9	29-32	30,4
Ecuador	Ausland	6.510	98	27,4	19-47	60,0
Argentinien	Inland	121.910	65	43,5	30-65	59,6
	Ausland	79.700	76	72,9	64-82	67,0
Uruguay	Inland	1.620	99	23,3	10-40	36,2
	Ausland	3.770	90	12,9	5-20	26,2

Tabelle 2: Haircuts verschiedener Länder zwischen 1998 und 2005

Quelle: Sturzenegger/Zettelmeyer (2005), eigene Berechnungen

Die Tabelle ist wie folgt zu lesen: An der Restrukturierung der Inlandsverschuldung Russlands von nominal rund 4,8 Mrd. US-\$ beteiligten sich 95% der in- und ausländischen Gläubiger. Diese erlitten einen durchschnittlichen haircut von 45% nach der

Barwertmethode und fast 46% nach der konventionellen Berechnungsmethode. Da es sich um eine Vielzahl an Schuldeninstrumenten handelte, waren einige Anleihetranchen mit höheren haircuts belegt, andere dagegen mit niedrigeren haircuts, sodass sich eine Spannbreite an haircuts zwischen 40 und 55% ergab.

Von der Ostasienkrise 1998 wurde auch Russland angesteckt und entschied sich dazu, die 1998 und 1999 fälligen rund 4,8 Mrd. US-\$ Schulden gegenüber heimischen Anlegern nicht mehr zu bedienen und erklärte sich selbst als zahlungsunfähig. Ein erstes Angebot zur Restrukturierung von Ende August 1998 – kurz nach der Freigabe des Rubels – wurde von den Finanzmarktakteuren abgelehnt. Ein zweites Angebot folgte im März 1999 nach langwierigen Verhandlungen mit dem Londoner Club, der Vereinigung der Gläubigerbanken. Es beinhaltete ein Paket zu 30% aus Bargeld, 3- und 6-monatigen Geldmarktpapieren und einem Aktienpaket an ausgewählten russischen Banken alternativ zu einer Steuergutschrift gleicher Höhe. Die verbleibenden 70% ausstehender Obligationen wurden in neue Kapitalmarktpapiere mit 3- oder 5-jähriger Laufzeit getauscht. Die Besonderheit: Die Investoren erhielten praktisch keine Liquidität ausgezahlt, denn sowohl das Bargeld als auch evtl. Verkaufserlöse der neuen Kapitalmarktpapiere wurden auf einem gesperrten, in Rubel denominierten Konto hinterlegt und erst ausgezahlt, nachdem die Summen 1 Jahr zinslos auf einem weiteren russischen Konto eingelegt waren. Alternativ hierzu konnte die Wartezeit umgangen werden, wenn ein in einer Auktion festgestellter – niedrigerer – Wechselkurs angesetzt wurde. So gelang es Russland, erstmals eine Restrukturierung von Anleihen durchzuführen, die von Kapitalverkehrskontrollen begleitet wurde.

Investoren haben, gemessen in Barwerten, zwischen 40 und 55% ihrer ursprünglichen Kapitaleinlage verloren. Das Angebot wurde von 95% der Gläubiger angenommen. Die nicht partizipierenden Investoren (Holdout-Gläubiger) wurden voll ausbezahlt, jedoch wurden ihnen die Summen für 5 Jahre auf einem zinslosen russischen Konto eingefroren. Sturzenegger/Zettelmeyer (2005) errechneten daraus für die Holdout-Gläubiger einen haircut zwischen 55 und 84%.

In der gleichen Zeit waren auch die Auslandsschulden nicht mehr bedient worden. Rund 29,1 Mrd. US-Dollar waren von einer staatseigenen Kreditbank aufgenommen worden, rund 4,8 Mrd. US-Dollar hatte die russische Regierung selbst noch offen. Insgesamt waren also rund 33,9 Mrd. US-Dollar zu restrukturieren. Ohne auf die genauen Umtauschmodalitäten einzugehen, die ungleich einfacher konstruiert waren als bei der vorher dargestellten Restrukturierung der Inlandsschulden, ist erkennbar, dass die haircuts zwischen 50 und 75% lagen – im gewichteten Durchschnitt bei 53,9%. Drei Besonderheiten sind bei dieser Restrukturierung hervorzuheben: (1) Eine Tranche über 1,3 Mrd. US-Dollar wurde in Rubel konvertiert und nachrangig zur Auslandsschuld gestellt. (2) Es fand für rund 29,1 Mrd. US-Dollar eine Bonitätsaufwertung statt, indem als Schuldner nicht mehr die staatseigene Kreditbank auftrat, sondern die russische Regierung. (3) Es wurde in die Anleihebedingungen eine cross-default-clause aufgenommen, die die gesamte Auslandsverschuldung – auch die zukünftig noch zu emittierende – sofort fällig stellt, wenn Russland nur mit einer der Tranchen in den default geht.

Kurz nach der Russlandkrise 1998 geriet auch die Ukraine in eine Liquiditätskrise und restrukturierte sowohl 1998/99 als auch im Jahr 2000 insgesamt rund 7,8 Mrd. US-Dollar. Während die heimischen Gläubiger bei einer Partizipationsrate von 84% einen haircut von durchschnittlich rund 7% zu ertragen hatten, sahen sich ausländische Gläubiger je nach Laufzeit ihrer Anleihen mit einem haircut zwischen rund 22% und 58% konfrontiert – im gewichteten Durchschnitt 32%. Diese großen Unterschiede entstanden, weil den heimischen Gläubigern Anleihen angeboten wurden, auf die ausländische Gläubiger keinen Zugriff hatten. Gleichzeitig nahmen alle ausländischen Gläubiger das Umtauschangebot mit den vergleichsweise hohen haircuts an, weil die Ukraine über Kapitalverkehrskontrollen nach russischem Vorbild nachdachte, was die Gläubiger dazu veranlasste, ihr Kapital schnell aus der Ukraine abzuziehen.

Das Umtauschangebot Pakistans 2002 beinhaltete 3 Anleiheemissionen mit einem Volumen von insgesamt rund 610 Mio. US-Dollar und sah einen haircut von jeweils um 31% vor. Dies wurde von 99% der Gläubiger des ausstehenden Kapitals angenommen.

Ecuador erlitt 1998 eine Bankenkrise, die 1999 in eine Währungskrise mündete. Mitte 2000 hatte Ecuador mit Hilfe des Internationalen Währungsfonds ein Umtauschangebot für insgesamt 6 Tranchen mit Fälligkeiten zwischen 2002 und 2025 vorbereitet, die haircuts zwischen 19% und 47%, im gewichteten Durchschnitt 27,4%, vorsahen.

Argentinien sah sich 2001 mit der Tatsache konfrontiert, seine Haushaltsdefizite nicht mehr über weitere Kreditaufnahmen am Markt oder bei den internationalen Institutionen decken zu können. Infolgedessen erarbeitete die Regierung ein zweistufiges Angebot: Die erste Phase fokussierte die einheimischen Gläubiger, was dazu führen sollte, dass die haircuts für die argentinischen Finanzinstitutionen und Pensionsfonds nicht zu groß würden; in der zweiten Phase sollte ausländischen Gläubigern ein Umtauschangebot mit weit höheren haircuts unterbreitet werden. Kurz nach der Implementierung der ersten Phase wurde allerdings die Regierung um Fernando de la Rúa abgelöst und ein neues Umtauschangebot erarbeitet. Für die Phase 1 akzeptierten die heimischen Gläubiger einen haircut von rund 40%. Im Februar 2002, nach einem bank run und der Bildung einer neuen Regierung, ging Argentinien nach Freigabe des Wechselkurses mit insgesamt rund 58 Mrd. US-Dollar Schulden gegenüber heimischen Anlegern und rund 80 Mrd. US-Dollar Schulden gegenüber ausländischen Anlegern in den default. Die gesamte Fremdwährungsschuld gegenüber heimischen Anlegern – auch die erst im November 2001 restrukturierten Anleihen – wurde in Peso zu einem rund 26% unter Markt liegenden Wechselkurs konvertiert. Da das Umtauschangebot über 100 verschiedene Emissionen berücksichtigte, soll auf eine detaillierte Darstellung der haircuts verzichtet werden. Der haircut für die Fremdwährungsschulden gegenüber heimischen Anlegern betrug im gewichteten Durchschnitt rund 44% mit einer Bandbreite zwischen 30% und 65%. Da die Gläubiger jedoch schon in der Phase 1 einen haircut zu tragen hatten, summierte sich der haircut aus den beiden Restrukturierungen auf knapp 70%.

Für die weitaus größere Summe von rund 80 Mrd. US-Dollar gegenüber ausländischen Anlegern wurde nach mehreren Anläufen und einer gewaltigen Klagewelle vor Gerichten diverser Jurisdiktionen schließlich im Januar 2005 ein Umtauschangebot vorgelegt. Die Gläubiger konnten aus drei Alternativen wählen: (1) Anleihe zu pari mit einer Laufzeit von 35 Jahren und steigendem Nominalzins, beginnend mit 1,33% per

annum in den Währungen Euro, US-Dollar, Yen oder inflationsgesicherten argentinischen Pesos; (2) Diskont-Anleihe zu 33,7% mit einer Laufzeit von 30 Jahren und einem jährlichen Nominalzins von 8,28% in den bereits angegebenen Währungen und (3) Anleihe unter pari zu 69,6% mit einer Laufzeit von 42 Jahren und einer Nominalverzinsung von jährlich 3,31% und nur in der Währung eines inflationsgesicherten argentinischen Pesos. Das Umtauschangebot wurde von rund 76% allen ausstehenden Kapitals angenommen. Die Gläubiger akzeptieren damit bei einer Bandbreite von 64 bis 82% einen durchschnittlichen haircut von 73% (vgl. Sturzenegger/Zettelmeyer 2005, S. 40-49). Während die ex post Renditen Argentiniens in der langen Frist von 1970-2000 noch bei jährlich 8,8% lagen, fielen sie mit Berücksichtigung des defaults von 2001 auf 3,7% (vgl. Klingen/Weder/ Zettelmeyer 2004, S. 23). Allein der default reduzierte damit maßgeblich die ex post Renditen Argentiniens in der langen Frist.

Uruguay sah sich 2002 nach einem negativen Produktionsschock und kräftigen Kapitalabflüssen während der Argentinienkrise einer Bankenkrise gegenüber. Daraufhin stuften die Ratingagenturen Uruguay unter *investment grade* ein, was den Abwertungsdruck erhöhte und die Zentralbank zu Interventionen zwang. Als die Währungsreserven Mitte 2002 auf ihrem Tiefstand waren, gab die Regierung den Wechselkurs frei, der daraufhin sofort um 50% abwertete. Dies führte bei den Finanzmarktakteuren zur Ansicht, dass die Auslandsschulden durch das nunmehr deutlich verschlechterte debt-to-GDP-ratio für die Regierung nicht mehr tragfähig war. Etwa die Hälfte der Gesamtverschuldung war auf 65 Anleihen verteilt, die komplett restrukturiert werden sollten und ein Volumen von rund 5,4 Mrd. US-Dollar aufwiesen. Auf das konkrete Umtauschangebot soll an dieser Stelle nicht eingegangen werden. Die Partizipationsrate lag für die Inlandsschulden bei 99% und einem durchschnittlichen haircut von 23,3%; die Auslandsverschuldung wurde bei einer Partizipationsrate von 90% mit einem durchschnittlichen haircut von 13% restrukturiert.

Aus den untersuchten Fällen lassen sich folgende Ergebnisse herleiten:

- (1) Über alle Länder betrachtet sind die haircuts nach der Barwertmethode substantiell unterschiedlich. Die größten Verluste haben Investoren bei der Restrukturierung

Argentiniens 2005 erlitten (75%). Die geringsten Verluste sind im Fall Uruguays zu beobachten gewesen (13%). Dies ist damit zu begründen, dass die verschiedenen Länder unterschiedlich fähig und willig waren, zu zahlen, gleichzeitig aber auch unterschiedliche Macht besaßen, in Verhandlungen ihre Positionen durchzusetzen. Auch ist die Schuldentragfähigkeit länderspezifisch und je nach Berechnungsmethode unterschiedlich hoch. Ein einheitliches Konsensmodell zur Ermittlung einer Schuldentragfähigkeit liegt bisher noch nicht vor.

- (2) Im Vergleich zur Barwertmethode überschätzt die konventionelle Berechnungsmethode tendenziell die Verluste, die Investoren tragen müssen. Nach der konventionellen Methode wird der Wert der alten Anleihen am (höheren) Nominalwert gemessen, nicht am Barwert. Die Differenz zwischen beiden Methoden wird jedoch kleiner, je kürzer die Restlaufzeiten der alten Anleihen sind bzw. wenn die alten Anleihen bereits das Fälligkeitsdatum überschritten haben.
- (3) Im Vergleich heimischer und ausländischer Investoren ergibt sich ein uneinheitliches Bild: In den Fällen der Ukraine und Russlands trugen heimische Investoren signifikant geringere haircuts als ausländische Investoren. Beides ist auf die Kapitalverkehrskontrollen zurückzuführen. Im Fall der Ukraine sind nur deshalb niedrigere haircuts für heimische Investoren zu beobachten, weil ihnen ausschließlich Anleihen in heimischer Währung angeboten wurden, während ausländische Investoren Eurobonds erhielten und damit ihre Einlagen vor weiteren Abwertungen retten konnten. Im Fall Russlands erlitten die ausländischen Investoren vergleichsweise höhere haircuts, weil ihre neuen Anleihen, Verkaufserlöse und Aktienpakete für 1 Jahr zinslos eingefroren wurden. Im Fall Argentiniens sind die haircuts für die heimischen Investoren in etwa genauso hoch wie für die ausländischen Investoren, was darauf zurückzuführen ist, dass die heimischen Investoren zweimal in kurzer Zeit hintereinander restrukturiert und damit zweimal einem haircut ausgesetzt waren. Dies lässt sich auf die chaotische Situation Argentiniens in den Jahren 2001 bis 2003 zurückführen, in der es mehrere Interimsregierungen gab, die alle eine jeweils andere Strategie zur Restrukturierung der Staatsverschuldung verfolgten. Es lässt sich hier jedoch festhalten, dass eine Gleichbehandlung der Gläubiger nicht stattgefunden hat.

In einigen Fällen tragen die heimischen Gläubiger einen niedrigeren haircut als die ausländischen Gläubiger. Wenn jedoch berücksichtigt wird, dass sie gleichzeitig die Lasten der lahmen Wirtschaft mitzutragen haben, wird die Belastung für sie deutlich höher ausfallen als für die ausländischen Gläubiger. In einer isolierten Betrachtung monetärer Größen bleiben diese Lasten bisher unberücksichtigt.

2.3. Kosten eines defaults

Um die Kosten eines defaults quantifizieren zu können, sind zuerst die Bereiche herauszuarbeiten, in denen Kosten anfallen. Dabei wird in direkte und indirekte Kosten sowie Signalkosten unterteilt. Danach wird gefragt, ob und wie valide die Kosten quantifiziert werden können.

Grundsätzlich gilt die Annahme, dass ein Souverän unter allen Umständen in den default ginge, wenn keine Kosten mit dieser Entscheidung verbunden wären. Da angenommen werden kann, dass potenzielle Gläubiger dieses Verhalten antizipieren, käme es zu keiner Kreditvergabe und damit auch zu keiner Staatsverschuldung. An diesem Ansatz knüpfen die beiden Autoren Eaton/Gersovitz (1981) in ihrer vielbeachteten Arbeit an. Sie führen das Argument an, dass allein die Reputation und deren potenzieller Verlust genug Anreiz für ein Schuldnerland sei, seinen Schuldendienst zu leisten und nicht in einen default zu gehen. Ihr Argument beruht darauf, dass ein Land die Verschuldung dazu nutzt, sich gegen Einkommensschocks abzusichern, indem es in schlechten Zeiten Kredite aufnimmt, um weiterhin wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum zu haben; dies jedoch zu den Kosten, in guten und auch in künftig schlechten Zeiten über den zu leistenden Schuldendienst weniger Handlungsspielraum zu haben. Dieser Kreditvertrag kommt zustande, wenn das Land eine Reputation aufweisen kann, die es über eine lückenlose Darstellung seiner früheren Kredithistorie erreicht. Die Spreads korrelieren demnach negativ mit der Reputation.

In der Literatur sind weitere Aspekte erarbeitet worden, die erklären können, warum ein Schuldnerland bereit ist, seinen Schuldendienst weiter zu leisten (Zahlungswilligkeit).

Die Frage nach der Zahlungsfähigkeit, also in der Lage zu sein, den Schuldendienst leisten zu können, ist hierbei vorerst zweitrangig.

Hinsichtlich der Zahlungswilligkeit eines Souveräns ist es für den einzelnen Gläubiger unabdingbar, dass (a) der Souverän zum Schuldendienst verpflichtet werden kann und (b) genug Gläubiger auch im default-Fall bereit stehen und nicht in einen Gläubigerstreik treten. Nur dann kann eine Restrukturierung begonnen werden, eventuell, indem frisches Kapital bereitgestellt wird (vgl. Bulow/Rogoff 1989).

Grundlegend gilt, dass dem Souverän umso höhere Kosten entstehen, je besser koordiniert die Gläubiger untereinander und zusammen mit den potenziellen Gläubigern sind. Potenzielle Kreditoren sollen abgeschreckt werden, dem früher einmal zahlungsunwilligen oder -unfähigen Schuldner Kredit zu geben. Die augenblicklichen Kreditoren haben durchaus den Anreiz, den Souverän für sein vergangenes Verhalten zu bestrafen (vgl. Hatchondo/Martinez/Saprizza 2007, S. 170). Wright (2005) untersucht, wie sich der Markt für Staatsverschuldung in den letzten 30 Jahren hin zu mehr Wettbewerb und mit einer größeren Anzahl an Akteuren verändert hat. Seiner These nach hätte die gestiegene Zahl an Kreditoren gleichzeitig deren Fähigkeit verringert, sich effizient zu koordinieren. Für den einzelnen Gläubiger sinke der individuelle Nutzen aus der Koordination mit anderen Gläubigern und der Anreiz werde größer, aus Koordinierungsprozessen auszuscheren. Insofern erwächst daraus für ein potenzielles Restrukturierungsregime das Ziel, die Gläubigerkoordination vorrangig zu berücksichtigen.

Die im Anschluss an Eaton/Gersovitz herausgearbeiteten Kosten eines defaults sind demnach direkt und indirekt drohende Sanktionen sowie Signalkosten.

Als direkte Sanktionen der Gläubiger sind vorstellbar, dass sie versuchen, Zahlungen des Schuldnerlandes an andere Gläubiger zu behindern, das Schuldnerland von den internationalen Finanzmärkten abzuschneiden oder einfach keine weiteren Kredite an das Schuldnerland zu gewähren. Abgesehen davon, dass Gläubiger es versuchten, diskutieren Sturzenegger/Zettelmeyer (2005b), wie erfolgreich Gläubiger in der Vergangenheit darin waren, auf juristischem Weg Zahlungen des Schuldnerlandes an seine Gläubiger zu behindern, beispielsweise denen gegenüber, die einer früheren Restruk-

turierung zugestimmt hatten und damit vorrangig bedient wurden. Die beiden Autoren kommen zum Ergebnis, dass wenn im Extremfall alle Zahlungen aus dem Schuldnerland heraus auf juristischem Weg blockiert werden könnten, signalisiere dies potenziellen Gläubigern, dass sie dem Souverän keinen Kredit geben sollten, weil die Rückzahlung ihres Kapitals nicht sichergestellt werden kann. Der Schuldendienst fließt zwar aus dem Schuldnerland heraus, wird dann jedoch an einer Clearingstelle juristisch eingefroren und womöglich an alle Gläubiger des Schuldnerlandes gleichmäßig verteilt. Sobald potenzielle Gläubiger dieses antizipieren, wird der Souverän vom internationalen Kapitalmarkt ausgeschlossen und erhält keinen Kredit mehr. Gleichwohl stehen dem Souverän neben dem internationalen Kapitalmarkt weitere Kreditquellen offen: Er kann auf dem heimischen Kapitalmarkt Kredite aufnehmen, Entwicklungshilfe anfragen, von befreundeten Regierungen bilateral oder von den internationalen Finanzinstitutionen multilateral Kredite erhalten.

Gläubigern steht auch die Möglichkeit offen, direkt Schuldneigentum wie Flugzeuge und Schiffe staatlicher Gesellschaften sowie die Devisen- und Goldreserven konfiszieren zu lassen. Dies jedoch nur, solange es sich im Ausland befindet. Völkerrechtlich übereingekommen sind alle Mitglieder der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), dass die dort lagernden Gold- und Devisenreserven rechtlich unantastbar sind. Damit wird die BIZ zu einer Schutzsphäre vor rechtlichen Forderungen der Gläubiger.

In einer Reihe von quantitativen Modellen zur Staatsverschuldung wird der Ausschluss von den Finanzmärkten als Kostenfaktor angenommen, so bei Aguiar/Gopinath (2006), Arellano (2007), Arellano/Ramanarayanan (2006), Bai/Zhang (2007), Cuadra/Saprizza (2006a, 2006b), Lizarazo (2005a, 2005b) und Yue (2006). Die empirische Literatur untersucht weiter, ob ein Ausschluss von den internationalen Finanzmärkten ein probates Mittel für die Gläubiger darstellt. Die Ergebnisse hierzu sind nicht eindeutig: Allgemein anerkannt scheint zu sein, dass ein default zu einem Kapitalabfluss aus dem Schuldnerland führt. Es wird hingegen kein klares Ergebnis gefunden, ob die Gläubiger das Schuldnerland damit bestrafen können, es von den internationalen Finanzmärkten fernzuhalten, oder ob sie nur dafür sorgen können, dass die Spreads steigen (vgl. Gelos/Sahay/Sandleris 2004, Meyersson 2006 und Zanforlin 2007). In dieser Arbeit wird

davon ausgegangen, dass ein dauerhafter Ausschluss von den internationalen Finanzmärkten nicht möglich ist. Dies umso mehr, als die Schwellenländer in den letzten Jahren kontinuierlich an ihren makroökonomischen und institutionellen Rahmenbedingungen gearbeitet haben, was sich in steigender Bonität widerspiegelt. Ein aktives Schuldenmanagement trägt überdies dazu bei, das Vertrauen der internationalen Finanzmärkte in die Restrukturierung und Erhöhung der Schuldentragfähigkeit zu stärken und somit den Zugang zu Krediten nicht für lange Zeit zu verweigern. Das Kapitel zum Schuldenmanagement wird sich detailliert mit dieser These auseinandersetzen.

Zu den indirekten Sanktionen zählen die Möglichkeiten der Regierungen der Länder, in denen die Gläubiger ihren Sitz haben, Druck auf das Schuldnerland auszuüben. So sind sie in der Lage, sie diplomatisch abzumahnern, offizielle bilaterale Kredite zurückzuhalten, mit Handelssanktionen zu drohen, in internationalen Institutionen das Schuldnerland zu isolieren oder sogar bewaffnet zu intervenieren. Werden Handels- und Kredit-sanktionen seitens der Gläubigerländer verstärkt, sinken im Schuldnerland die Exporte und deren Bezahlung in Devisen. Damit sinkt das Volkseinkommen und – der keynesianischen Theorie folgend –, das Importvolumen. Das Schuldnerland wird zunehmend vom internationalen Handel ausgeschlossen. Über damit verbundene Kapitalabflüsse kann dies zur Destabilisierung des Schuldnerlandes führen. Eine Währungskrise folgt, wenn das Schuldnerland unerwartet und in kurzer Zeit stark abwertet. Die damit einhergehende Kapitalflucht kann in kurzer Zeit dazu führen, dass die Devisenreserven auf ein kritisches Niveau sinken, sodass es dem Schuldnerland zunehmend schwerer fallen wird, seinen Schuldendienst in fremder Währung zu erbringen. Wenn das Schuldnerland dazu nicht mehr in der Lage ist, konstatiert es den default.

Die Kosten, die mit einem default verbunden sind, gehen auch darauf zurück, welche Signale ein default aussendet und damit die Erwartungen aller Wirtschaftssubjekte ändert (Signalkosten). So signalisiert die Entscheidung für einen default, dass die Politiker die property rights der Gläubiger weniger respektieren als die der eigenen Bevölkerung. Wenn der default vermieden werden soll, geht dies üblicherweise nur mit ökonomischen Anpassungen, die für die Bevölkerung zu hohen Lasten führt. So ist vorstellbar, dass die Steuerbasen verbreitert und Steuern erhöht werden. Unter der An-

nahme, dass zu den property rights auch das Recht der Bevölkerung auf eine faire Steuerbelastung zählt, wird im Fall, dass sich das Schuldnerland nicht für den default entscheidet, die Bevölkerung in ihren property rights beschnitten.

Ein default signalisiert auch, dass Politiker offensichtlich Informationen zur ökonomischen Lage besaßen, die bisher nur ihnen bekannt waren und im default-Fall nun veröffentlicht werden. Als Signal wird ausgesandt, dass sich die Volkswirtschaft in schlechter Verfassung befinde. Bleiben die ökonomischen Indikatoren nach dem Ausrufen eines defaults auf ungünstigem Niveau, signalisiert dies, dass die Wahrscheinlichkeit für einen weiteren default in der Zukunft steigt, womit die Spreads steigen.

Die default-Entscheidung signalisiert weiter, dass die Regierung offensichtlich im Schuldenmanagement versagt hat. Die Wirtschaftssubjekte können dies für andere Politikfelder ebenfalls annehmen, was wiederum zu einem Vertrauensverlust führt und möglicherweise in der Weise interpretiert wird, dass die gesamte Regierung über nicht ausreichende Kompetenzen verfügt (vgl. Cole/Kehoe 1998). Sandleris (2006) zeigt, wie negative Informationen über die Regierung und Volkswirtschaft die Unternehmenswerte negativ beeinflussen und es damit für die heimischen Unternehmen schwieriger wird, im Ausland Kredit zu erhalten. Es sinkt in diesem Fall die Investitionstätigkeit der heimischen Unternehmen, sodass Wachstumspotenziale nicht ausgeschöpft werden. Ergänzend zur Autorin ist zu nennen, dass dies nur unter der Annahme gilt, dass die ausländischen Kreditmittel nicht durch heimische Kredite substituierbar sind. Dies kann angenommen werden, wenn mit dem default auch eine Bankenkrise und ein credit crunch im Schuldnerland einhergeht. Nach Kumhof (2004), Kumhof/Tanner (2004) und IMF (2002) folgen heimische Banken- und Finanzkrisen üblicherweise dem default. Kaminsky/Reinhart (1999) zeigen, dass eine Bankenkrise einem haircut auf die Staatsverschuldung folgt: Wenn der heimische Bankensektor einen maßgeblichen Teil der Verschuldung in Fremdwährung des Soveräns hält, gerät er im default-Fall in Zahlungsschwierigkeiten, die in Bankeninsolvenzen enden können. Sobald die erste Bank Insolvenz angemeldet hat und entsprechende Sicherungssysteme im Schuldnerland noch unterentwickelt sind, kann es zu einem bank run kommen. Gerade in Schwellenländern sind die Sicherungssysteme – beispielsweise für die Einlagen im

Bankensektor – noch nicht weit genug entwickelt, um wirksam einen bank run zu verhindern. Negative Nachfrageeffekte sind die Folge, die wiederum zu Kosten in Form von Unternehmensinsolvenzen und Arbeitslosigkeit führen. Ein weiteres Argument ist, dass die verschiedenen Gläubigergruppen (heimische und ausländische) unterschiedlich hohe haircuts zu tragen haben. Die Regierung im Schuldnerland setzt zudem neue Umverteilungsziele, wenn sie zu Lasten der Bevölkerung (steigende Steuerbelastungen) die Gläubiger befriedigt. Hiermit sind weitere Kosten verbunden, die hier jedoch nicht weiter ausgeführt werden sollen.

Als Ergebnis ist festzuhalten, dass ein Schuldnerland eine Reihe von Kostenkomponenten zu berücksichtigen hat, wenn es vor der Entscheidung steht, einen default auszurufen. Nach Pfister (2000, S.15) sind die Kosten des defaults umso höher, je stärker der Schuldner für die Finanzierung von Investitionen auf zukünftige Kredite und damit auf seine Reputation angewiesen ist und je mehr er unter Sanktionen leiden wird, die seinen Außenhandel stören. Bisher ist noch kaum empirisch untersucht, ob und in welcher Weise die Signalkosten bei einer Entscheidung für oder gegen einen default von einer Schuldnerregierung berücksichtigt werden.

Nach Reinhardt (1990, S.226f) ist ex ante schwer festzustellen, ob die tatsächlich entstehenden Kosten eines defaults vergleichsweise gering sind oder zur wirtschaftlichen Katastrophe führen. Eine Schuldnerregierung versuche nicht, die Kosten einer ökonomischen Auseinandersetzung mit den Gläubigern zu berechnen. Bei Gefährdung ihrer innenpolitischen Basis stellen sie keine hypothetischen Berechnungen der langfristigen Kosten einer Zahlungsunfähigkeit an, sondern schätzen lediglich die Wahrscheinlichkeit einer augenblicklichen umfassenden Vergeltung durch die Gläubiger und vergleichen diese mit den kurzfristigen Vorteilen einer Zahlungsunfähigkeit.

In den vorhergehenden Überlegungen sind die Kosten für den Soverän benannt, jedoch noch nicht die Kosten, die für die anderen Betroffenen anfallen. So fallen Kosten für die Gläubiger, deren Heimatstaaten und die Steuerzahler an. Die multilateralen Institutionen sehen sich ebenso Kosten gegenüber. Über Externalitäten können darüber hinaus auch andere Schuldnerländer und potenzielle Schuldnerländer von Kosten betroffen sein.

Die Annahme, dass alle Betroffenen ihre Kosten minimieren wollen, ist als guter Ansatz anzusehen, woraus sich folgern lässt, dass alle Betroffenen auch ein intrinsisches Motiv haben, den default eines Schuldnerlandes zu verhindern bzw. eine Restrukturierung der Auslandsverschuldung voranzutreiben. Es wird sich im weiteren Verlauf der Arbeit zeigen, dass diese Annahme zwar grundsätzlich richtig ist, jedoch auch Ausnahmen hiervon zu beobachten sind.

Den Kosten steht jedoch auch Nutzen gegenüber: Der Nutzen eines defaults ist der entfallende Schuldendienst für das Schuldnerland. Die frei werdenden Haushaltsmittel können entsprechend den Präferenzen der Regierung für andere Ausgaben verwendet werden. Unter der Annahme, dass damit gleichzeitig der politische Druck seitens der Opposition und der Bevölkerung sinkt – drohende Anpassungslasten bleiben aus –, könnte es der Regierung gelingen, länger an der Macht zu bleiben.

2.4. Moral-hazard-Problematik

Schuldner-moral-hazard

Stiglitz/Weiss (1992) wiesen auf die Existenz von Schuldner-moral-hazard auf dem Kreditmarkt hin: Ein Schuldner erwartet mit hoher Wahrscheinlichkeit eine niedrige Rendite für sein Investitionsprojekt, gleichzeitig mit geringer Wahrscheinlichkeit eine sehr hohe Rendite (Investitionschance). Treten die hohen Gewinne ein, zahlt der Schuldner seinen Kredit zurück, was gleichzeitig zu einem Nettogewinn beim Schuldner führt. Treten die erwarteten niedrigen Gewinne ein, zahlt der Schuldner seinen Kredit nicht zurück, was zu einem Nettoverlust beim Gläubiger führt. Die Investitionschance ist für den Schuldner vorteilhaft, denn er behält die hohen Nettogewinne für sich und gibt die Nettoverluste an die Gläubiger weiter. Fordert der Gläubiger zur Absicherung eine höhere Risikoprämie, werden risikofreudige Schuldner angelockt, risikoneutrale und -averse Schuldner abgeschreckt. Nach Stiglitz/Weiss kommt es zu Zinsrigiditäten auf dem Kreditmarkt, weil die Kreditgeber den Zins zur Kapitalüberlassung niedrig halten, um nicht risikofreudige Schuldner – schlechte Risiken – anzulocken.

Bei Staatsverschuldung kann moral-hazard auftreten, wenn ein Schuldnerland aus Zahlungsunwilligkeit eine Zahlungsunfähigkeit erklärt. Das Kalkül der Gläubiger, eine hohe Rendite aus den Krediten zu ziehen, ist dann nicht aufgegangen. Das Schuldnerland bezahlt seine Kredite nicht zurück und begründet es damit, dass notwendige restriktive fiskalpolitische und außenwirtschaftliche Maßnahmen zu hohen Anpassungskosten für die eigene Bevölkerung führen würden. Also vernachlässigt eine Regierung notwendige Maßnahmen zur Korrektur wirtschaftlicher Ungleichgewichte. Sie könnten Problemlösungen hinausschieben und darauf hoffen, aus eigener Kraft die Finanzkrise zu überwinden. Sie würden dann zu spät damit beginnen, die Schulden zu restrukturieren. In Restrukturierungen gewinnt eine Schuldnerregierung bei der heimischen Bevölkerung an Popularität oder hält zumindest den Status-quo aufrecht, wenn es ihr gelingt, die Nettoverluste aus Investitionsprojekten an die Gläubiger weiterzureichen (vgl. Reinhardt 1990, S. 46-50). Eine Restrukturierungsstrategie hat deshalb das Schuldner-moral-hazard zu berücksichtigen und wenn möglich zu internalisieren.

Gläubiger-moral-hazard

Gläubiger-moral-hazard entsteht, wenn Gläubiger ex ante höhere Risiken übernehmen und damit mehr Kredite an ein Schuldnerland vergeben in der Erwartung, dass der IWF in einer Finanzkrise Kredite an das Schuldnerland vergibt und dieses damit den Schuldendienst weiter leistet. Wenn Gläubiger zu übertriebener Kreditvergabe bereit sind, müssen sie auch die damit korrespondierenden Risiken und haircuts tragen. Ein Restrukturierungsregime hat dies zu berücksichtigen, indem es ex ante für die Erwartung sorgt, sodass es seitens der Gläubiger nicht zu einem Gläubiger-moral-hazard kommen wird. Die Empirie hierzu ist sehr umfangreich, sodass nachfolgend nur einige Studien zum Test auf Gläubiger-moral-hazard präsentiert werden können. Dabei ist die Frage zu beantworten, ob im derzeitigen Restrukturierungsregime der Anreiz zum Gläubiger-moral-hazard besteht.

- (1) Zhang (1999) testet, ob Spreads der Emerging Markets Bonds nach der Mexikokrise infolge von Gläubiger-moral-hazard gesunken seien. Dazu bedient sich der Autor einer OLS-Regression über Bond-Spreads zu 8 Schwellenländern, die länder-

spezifische Fundamentaldaten, einen Indikator für internationale Liquidität und eine Post-Mexiko dummy-Variable berücksichtigt. Die Daten beziehen sich auf vierteljährliche Eurobonds und Brady-Bonds Spreads der Jahre 1992-1997. Zhang kommt zu dem Ergebnis, dass die Post-Mexiko dummy-Variable nicht signifikant sei und damit ein Gläubiger-moral-hazard verneint werden müsse. Dell'Arriccia (2002) meint dagegen, dass die Mexikokrise einen ungeeigneten Test darstellt, weil es die erste Finanzkrise ihrer Art war und die Finanzmarktteilnehmer die Kausalitäten, insbesondere ein Gläubiger-moral-hazard, noch unvollständig berücksichtigten. Erst nach der Mexikokrise gäbe es Abwärtsdruck der Spreads aus der Gläubiger-moral-hazard-Hypothese.

- (2) Lane/Phillips (2000) untersuchten die These, inwiefern öffentliche Ankündigungen von IWF-Interventionen die Spreads für Schwellenländer-Anleihen verändern würden. Eine Änderung bei den Spreads interpretierten die beiden Autoren als Indikator für Gläubiger-moral-hazard. Sie nahmen den 2., 3., 5. und 10. Tag nach der Ankündigung und untersuchten die Veränderungsrate der Spreads zur Standardabweichung der Spreads auf täglicher Basis des EMBI-G. 22 relevante IWF-Ankündigungen in den Jahren 1994 bis 1999 bildeten die Grundlage der Untersuchung. Die beiden Autoren fanden nur wenige Hinweise auf Gläubiger-moral-hazard. Lediglich beim default Russlands 1998 stiegen die Spreads signifikant, was die beiden Autoren als eine Reduzierung von Gläubiger-moral-hazard interpretierten. Problematisch an dieser Untersuchung ist, dass der kurzfristige Einfluss von Ankündigungen nur schwer in den Spreads zu erkennen ist. Dies gilt umso mehr, als dass die Spreads in Finanzkrisen und insbesondere auf deren Höhepunkt sehr volatil sind: Damit dürfte es extrem schwierig sein, einzelne Einflüsse aus Spreadsveränderungen zu isolieren und zu interpretieren.
- (3) Kamin (2002) untersucht, inwiefern Schwellenländer-Anleihen und Kapitalzuflüsse nach Mexiko ein Muster zeigen, das konsistent mit einem Gläubiger-moral-hazard ist. Dazu wendet der Autor empirische Modelle an, die Einsichten in das Verhalten der Schwellenländer-Anleihen-Spreads und Kapitalzuflüsse erlauben. Dazu benutzt

er EMBI-G Spreads und Zahlen zu Kapitalzuflüssen auf monatlicher und vierteljährlicher Basis zwischen 1992 und 2001. Die Abweichung zwischen Modellprognosen und der Empirie wird als Gläubiger-moral-hazard interpretiert. Auch dieser Autor kommt zu dem Ergebnis, dass die Spreads keine Hinweise auf Gläubiger-moral-hazard erkennen lassen, wohl aber die Kapitalzuflüsse: Diese lagen in den Jahren 1996/97 weit über den aus den Modellen prognostizierten Niveaus. Zumindest in diesen beiden Jahren sieht der Autor damit Gläubiger-moral-hazard. Kritisch zu sehen ist, dass Mexiko kein geeignetes Szenario für einen Test auf Gläubiger-moral-hazard darstellt.

- (4) Dell'Arriccia (2002) testet, ob der russische default langfristig zu einer Reduzierung des Gläubiger-moral-hazard führte. Dazu untersucht die Autorin mittels einer Maximum Likelihood Schätzung, ob in der russischen Krise zwischen 01/1998 und 12/2000 die Spreads sensitiver auf Änderungen von Fundamentaldaten reagierten und ob sie signifikant höher waren vor und nach der Krise. Das Datenmaterial besteht aus dem gewichteten täglichen EMBI-G von 21 Schwellenländern und einem Datensatz der Capital Data Bondware zu Spreads aus 54 Schwellenländern. Die Autorin kommt zu dem Ergebnis, dass die Spreads während der Russland-Krise signifikant sensitiver auf Änderungen der Fundamentaldaten reagierten, signifikant stiegen und weiter streuten. Dies interpretiert sie als einen deutlichen Hinweis auf eine Reduzierung des Gläubiger-moral-hazard nach der Russland-Krise. Kritisch daran zu sehen ist, dass die gleichen Datensätze und Methoden von der Autorin auf die Mexiko- und Asienkrise angewandt wurden und sie dabei keine Hinweise auf eine Änderung des Gläubiger-moral-hazard findet.
- (5) Spadafora (2002) untersucht anhand eines Datensatzes zu 2.360 Langfristdarlehen zwischen 01/1991 und 11/1997, ob nach der Mexikokrise die Spreads syndizierter Kredite gestiegen sind. Dazu erstellt die Autorin eine Regression über die Fundamentaldaten der Schwellenländer, eines internationalen Liquiditätsindikators und einer dummy-Variablen zur Post-Mexikokrise. Die Autorin kommt zu dem Ergebnis, dass nach der Mexikokrise die Spreads der Bankdarlehen gesunken sind, was

sie als Hinweis auf steigendes Gläubiger-moral-hazard interpretiert. Kritisch anzumerken ist hier, dass Bankdarlehen üblicherweise staatlichen oder zentralbanklichen Garantien unterliegen und deshalb deren Spreads nicht gestiegen sind. Insofern unterliegen die Gläubiger eher einem moral-hazard ihrer heimatlichen Institutionen und weniger dem IWF.

- (6) Haldane/Scheibe (2003) und Haldane/Taylor (2003) testen die Gläubiger-moral-hazard-Hypothese, indem sie die Marktwerte der Gläubigerbanken als Reaktion auf IWF-Interventionen in einem 5-Tages-Fenster betrachten und um grundsätzliche Aktienmarktbewegungen bereinigen. Die OLS-Regression geht über 7 britische Banken, die maßgebliche Exposures mit Schwellenländern unterhalten und zwischen 1995 und 2002 auf 26 IWF-Interventionen reagierten. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die Bankkurswerte signifikant den Markt outperformen als Reaktion auf IWF-Interventionen und diese Outperformance größer ist, je mehr Schwellenländer-Exposure die entsprechende Bank hat. Dies interpretieren die Autoren als einen deutlichen Hinweis auf Gläubiger-moral-hazard.
- (7) Evrensel/Kutan (2004) untersuchen, ob Ankündigungen zu IWF-Programmen ein temporäres Sinken der Schwellenländer-Anleihen-Spreads bewirken. Dazu erstellen die Autoren OLS- und GARCH-Regressionen, in die sie länderspezifische Fundamentalwerte, einen Indikator für internationale Liquidität und eine dummy-Variable zu IWF-Ankündigungen der Länder Thailand, Korea und Indonesien integrieren. Als Datensatz nutzen sie die täglichen Bond Spreads zwischen 05/1996 und 02/2003 für Korea und zwischen 12/1996 und 02/2003 für Indonesien. Als Fundamentalwerte berücksichtigen die Autoren lediglich Aktien- und Wechselkurse auf täglicher Basis. Die beiden Autoren kommen zum Ergebnis, dass IWF-Ankündigungen lediglich in dem Land die Bond Spreads beeinflussen, auf das sich die Ankündigung bezieht. Dies interpretieren die Autoren als einen Hinweis auf Gläubiger-moral-hazard in diesem Land, nicht jedoch über andere Länder hinweg. Kritisch anzumerken ist hier, dass als Fundamentalwerte lediglich Aktien- und Wechselkurse berücksichtigt werden und dies für eine Volkswirtschaft eine nur unzu-

reichende Charakterisierung darstellt. Ebenfalls bleibt unberücksichtigt, ob die IWF-Ankündigung nicht dazu führt, dass Investoren ihr Exposure unter anderen Blickwinkeln analysieren und sich damit ihre Wahrnehmung ändert.

Die Ergebnisse der untersuchten Studien sind durchwachsen: Steigende Spreads nach IWF-Ankündigungen werden von allen Autoren als ein Hinweis auf eine Reduzierung von Gläubiger-moral-hazard angesehen, während sinkende Spreads Gläubiger-moral-hazard erhöhen. Also sind Gläubiger bei IWF-Ankündigungen risikobereiter, wenn die Spreads sinken – sie erwarten, dass die IWF-Kredite vom Schuldnerland für den Schuldendienst verwendet werden und sie damit einen bail-out erleben. Die Autoren nähern sich dieser Hypothese auf unterschiedlichen Wegen: Die Finanzkrisen Mexikos, Russlands und Ostasiens dienen allen Autoren als Fallbeispiele, jedoch finden nicht alle eine Veränderung der Spreads aufgrund von IWF-Ankündigungen. Bei Bankdarlehen lassen sich signifikante Spreads-Veränderungen nachweisen, bei Anleihen sind die Veränderungen nicht signifikant. Mit den Indikatoren Kapitalzuflüssen und Veränderungen in den Bankkurswerten finden einige Autoren einen Hinweis auf die Hypothese. Eine eindeutige Zustimmung oder Ablehnung der Gläubiger-moral-hazard-Hypothese ist jedoch mit den bisherigen Studien nicht möglich.

Ein eng mit den IWF-Krediten zusammenhängendes Problem ist das systemische Risiko der IWF-Strategie, Verbindlichkeiten des Schuldnerlandes aus heimischer Währung in Fremdwährungskredite umzuwandeln. Der IWF vergibt Kredite in Fremdwährung, sodass allein daraus schon ein nennenswerter Umtausch in ausländische Verschuldung stattfindet. Daneben geht mit einem IWF-Kredit ein Anpassungsprogramm einher, das üblicherweise eine Disinflationpolitik von der Regierung fordert. Mit zurückgehenden Inflationsraten sinken die Seignorage-Gewinne für die Regierung, die bei gegebenem Haushaltsbudget nur über steigende Verschuldung ausgeglichen werden können. Wenn auch nicht die gesamte daraus resultierende Verschuldung in Fremdwährung erfolgen wird, so doch zumindest ein Teil. Dieser Teil ist umso größer, je weniger der heimische Kreditmarkt in der Lage ist, diese zusätzliche Verschuldung zu absorbieren. Hinzu kommt, dass eine Disinflationpolitik auch mit steigenden Realzinsen einhergeht, wenn die Disinflation schneller vonstatten geht als der Markt es umsetzen kann. Damit

gewinnt die Auslandsverschuldung für die Gläubiger an Wert und dem Schuldnerland wird es schwerer fallen, den realen Schuldendienst zu leisten (vgl. Buchanan 2005, S. 62).

Im Zusammenhang mit moral-hazard steht ein Zeitinkonsistenzproblem. Ex ante kann ein Gläubiger damit drohen, dass er bei Erreichen einer Kreditvergabeobergrenze keine weiteren Kredite vergibt. Aber ex post wird er kein Interesse daran haben, seine Drohung wahr zu machen. Er wird dem Schuldnerland frisches Kapital bereitstellen, um den Restbestand seiner Forderungen zumindest teilweise zu sichern: Denn in einem Zahlungsverzug ist die Wahrscheinlichkeit für die Kredittilgung Null und frisches Kapital hebt die Wahrscheinlichkeit zur Kredittilgung durch das Schuldnerland wieder über Null. Der Gläubiger hat also einen Anreiz, auch dann Kredite zu vergeben, wenn diese neue Kredittranche für sich genommen keinen positiven Ertragswert hat. Darüber hinaus hat er einen Anreiz, Wertberichtigungen auf sein Portfolio zu vermeiden, was durch weitere Kapitalzufuhr erreicht wird. Kreditobergrenzen sind also nicht durchsetzbar, Schuldnerländer antizipieren dies und verschulden sich übermäßig und leiten nicht frühzeitig genug Restrukturierungsverhandlungen ein (vgl. Reinhardt 1990, S. 58-61).

2.5. Katalytischer Effekt

Der IWF und andere multilaterale Institutionen können einen katalytischen Effekt auslösen: Die multilateralen Institutionen erzeugen diesen Effekt, indem sie makroökonomische Unterstützungsprogramme zugunsten eines Krisenlandes auflegen, die u.a. aus der Zusage von volumenmäßig begrenzten Krediten bestehen. Der Effekt zeigt sich darin, dass seitens der Gläubiger des Krisenlandes die Bereitschaft zur Kreditvergabe steigt und damit die Anpassungslasten des Schuldnerlandes reduziert werden (vgl. Cottarelli/Giannini 2002).

Die multilateralen Institutionen helfen ihren Mitgliedsländern, wenn diese sich in einer Liquiditätskrise befinden. Sie stellen kurzfristige Kredite bereit und erlauben es damit den Schuldnerländern, sich gegen die Probleme abzusichern, die mit einer Liquiditätskrise verbunden sind. Insofern ist diese Form der Versicherung seitens des IWF

wohlstandsfördernd (vgl. Haldane/Taylor 2003, S. 122). Bei jeder Versicherung stehen dem Nutzen aus der Versicherung jedoch auch Kosten gegenüber: Schuldnerländer nehmen größere und riskantere Kredite auf und Gläubiger akzeptieren diese höheren Risiken und Volumina. Das moral-hazard entsteht, indem das Schuldnerland ex ante darauf vertraut, dass die multilateralen Institutionen mit Krediten einspringen und diese dann dafür verwendet werden können, den Schuldendienst weiter zu leisten und eine Insolvenz zu vermeiden. Fraglich ist hingegen, ob damit die Insolvenz nur hinausgezögert wird und der bail-out damit mehr Kosten als Nutzen verursacht. Nutzen entsteht aus den Krediten, wenn damit ein katalytischer Effekt erzeugt wird. Es ist also zu untersuchen, ob der Nutzen die Kosten überkompensiert: Wenn der katalytische Effekt nicht signifikant ist, entfällt der Nutzen und der IWF hätte keine Kredite aus diesem Grund vergeben dürfen und stattdessen eine sofortige Restrukturierung anstreben sollen, um dadurch die Kosten von Beginn an zu minimieren.

Im Kontext von Restrukturierungen heißt dies: Das IWF-Reformprogramm wird nicht nur aufgestellt, um die Schuldentragfähigkeit wiederherzustellen, sondern gleichzeitig auch den katalytischen Effekt zu forcieren. Dabei sind drei Elemente von besonderer Bedeutung:

- (1) Der IWF erzeugt spontane Kapitalzuflüsse in das Schuldnerland, indem er bei den Investoren die Erwartungshaltung ändert: Der IWF bewirkt in dem Schuldnerland eine Änderung in der Haushaltsführung, beobachtet die ökonomischen Rahmenbedingungen, führt Änderungen in der Wirtschaftspolitik herbei und trägt Sorge für angemessene finanzielle Ressourcen.
- (2) Im Schuldnerland werden die Anpassungslasten gemildert, indem die Kapitalzuflüsse die Finanzierungslücke im Haushalt schließen und über niedrigere Spreads die Kapitalbeschaffungskosten sinken. Die durchschnittlichen Kapitalbeschaffungskosten sinken auch deshalb, weil der IWF die Kredite zu günstigeren Konditionen als den Marktbedingungen bereitstellt: Der Zins des IWF kann niedriger als der Marktzins sein, weil er bevorzogter Gläubiger ist und damit kaum Risiko trägt.

- (3) Um als Katalysator zu fungieren, bedarf es nur eines kleinen Volumens an IWF-Krediten. Die nachfolgenden Kapitalzuflüsse werden von der internationalen Investorengemeinschaft mobilisiert, die mit ihren Krediten die Finanzierungslücke des Schuldnerlandes schließt.

Um die Hypothese zu testen, ob katalytische Effekte tatsächlich in nennenswertem Umfang auftreten, wurden drei Methoden entwickelt: Die Analyse von Kapitalzuflüssen, die Analyse von Spreads und Fallbeispiele. Methodische Probleme sind hierbei zum einen die schlechte Qualität des Zahlenmaterials der Schwellenländer. Darüber hinaus ist es methodisch schwierig, eine valide Benchmark zu finden, mit der die Kapitalzuflüsse verglichen werden können. Ein Selektionsproblem entsteht, wenn die Länder, die IWF-Kredite nachfragen, eine schwache Position haben und daher vergleichsweise wenige Kapitalzuflüsse attrahieren können. Zudem fließt über verschiedenste Kanäle Kapital in ein Land, sodass einige Länder eine breitere Basis für den Test liefern als andere Länder. Letztlich sind die dynamischen Spezifikationen in den Studien nur schwach ausgeprägt oder gar nicht berücksichtigt. Somit bleiben die Studien statisch und Tests des katalytischen Effekts bei verschiedenen Zeithorizonten finden nicht statt (vgl. Cottarelli/Giannini 2002 und Haldane/Taylor 2003).

Trotz dieser methodischen Probleme gibt es eine Reihe von Studien, die den Anspruch erheben, empirisch bestätigte Aussagen über die Existenz oder Nicht-Existenz des katalytischen Effekts machen zu können:

- (1) Eichengreen/Mody (2001) finden den Effekt in Ländern mit mittlerer Bonität bestätigt. Hier erwarten die Investoren, dass die Wirtschaftspolitik mit Hilfe des IWF einen soliden Pfad einschlagen wird und die Probleme überwinden kann. Demgegenüber senden Länder mit hoher Bonität bei Inanspruchnahmen von IWF-Anpassungsprogrammen ein negatives Signal an die Finanzmärkte und lassen die Akteure in diesem Land Probleme vermuten, die sie bisher übersehen haben. In Ländern mit niedriger Bonität erwarten die Finanzmärkte, dass auch weitere Kapitalzuflüsse nicht ausreichen werden, um die Finanzierungslücke und die damit korrespondierenden Probleme zu lösen. Die Ergebnisse der beiden Autoren lassen

Rückschlüsse für eine Restrukturierungsstrategie zu: Da der katalytische Effekt im Kontext einer akuten Finanzkrise nicht auftritt, sollte der IWF die Liquiditätskrise als den Übergang zur Solvenzkrise ansehen, keine Kredite vergeben und direkt eine Restrukturierung anstreben. Damit würden Transaktionskosten aus dem verzögerten Beginn der Restrukturierung nicht anfallen.

(2) Mody/Saravia (2003) vertreten die These, dass der katalytische Effekt abhängt von länderspezifischen Charakteristika, dem spezifischen IWF-Programm und der Glaubwürdigkeit der Beziehung des IWF zur entsprechenden Volkswirtschaft. Die beiden Autoren finden Hinweise darauf, dass der Effekt des IWF-Programms auf die Kapitalzuflüsse in den Ländern größer ist, in denen sich die ökonomischen Bedingungen nicht zu sehr verschlechtert haben und in denen der Exportsektor wächst. Wenn das IWF-Programm präventiven Charakter hat und größere Volumina aufweist, wird mehr Kapital in das Land katalysiert: Es signalisiert den Finanzmärkten, dass eine enge Bindung zwischen IWF und Land besteht und das Land die Hilfe des IWF annimmt. Gleichzeitig signalisiert eine andauernde Präsenz des IWF in einem Land, dass die dortigen Probleme schwieriger zu lösen sind oder das Land nicht willig genug ist, die IWF-Programme umzusetzen. Insofern nimmt der katalytische Effekt wieder ab. Auch hier lassen sich Schlussfolgerungen für Restrukturierungen anfügen: Da sich während einer Finanzkrise die ökonomischen Rahmenbedingungen signifikant verschlechtern und zudem die IWF-Kredite keinen präventiven Charakter mehr haben, wäre der katalytische Effekt nur gering ausgeprägt, der IWF sollte auf die Kreditvergabe verzichten und das Schuldnerland zu Restrukturierungsverhandlungen anreizen.

(3) Benelli (2003) erkennt Hinweise darauf, dass die Stärke der finanziellen Unterstützung negativ korreliert mit der Abweichung der aktuellen Kapitalzuflüsse von den modellhaft prognostizierten Kapitalzuflüssen: je größer das IWF-Programm, desto größer das Defizit in den Kapitalzuflüssen. Als Benchmark nimmt der Autor die IWF Projektionen aus der MONA-Datenbank; in ihr sind alle Informationen zu sämtlichen IWF-Programmen (conditionalities) gesammelt. Der Autor findet auch Hinweise darauf, dass mit größeren IWF-Unterstützungen die IWF-Projektionen zu

Kapitalzuflüssen optimistischer ausfallen und die Finanzierungslücke damit schneller geschlossen würde. Daneben findet der Autor Hinweise darauf, dass je präventiver und strenger das makroökonomische Anpassungsprogramm für das Land ausfällt, die IWF-Projektionen präziser getroffen werden.

(4) Eichengreen/Kletzer/Mody (2004) untersuchen den katalytischen Effekt auf dem Anleihemarkt und dem Markt für Bankdarlehen. Sie finden Hinweise darauf, dass der Effekt auf dem Anleihemarkt größer ist als auf dem Markt für Bankdarlehen. Dies versuchen die drei Autoren damit zu begründen, dass die Banken ein strengeres Monitoring ihrer Exposures durchführen und dabei auch Informationen aus ihrer Geschäftsbeziehung zum Schuldnerland nutzen. Auf dem Anleihemarkt hingegen stünden nur öffentlich zugängliche Informationen für die Anleihegläubiger bereit. Der IWF liefert dementsprechend mit seinem Monitoring die Informationen, die die Anleihegläubiger benötigen, um mit den Bankgläubigern informationstechnisch gleichzuziehen. Daneben schreiben die Autoren dem IWF auch die Rolle eines potenziellen Gläubigerkoordinators zu, was zu sinkenden Spreads führt. Damit tritt die IWF-Kreditvergabe in den Hintergrund und allein die Präsenz des IWF führt zu einem katalytischen Effekt. Die Autoren finden weiterhin, dass die Spreads stärker sinken, sobald eine länderspezifische Schuldenintoleranzschwelle überschritten wird und damit das Liquiditätsrisiko maßgeblicher wird als das Insolvenzrisiko. Sie sehen das Liquiditätsrisiko bei einer debt-to-GDP-ratio zwischen 30 und 55%, während sie das Insolvenzrisiko bei einer ratio über 55% in den Vordergrund treten sehen, was dazu führt, dass die Präsenz des IWF allein für den katalytischen Effekt nicht mehr ausreichen würde und substituiert werden müsse durch eine Kreditvergabe. Die Autoren sehen damit eine Kausalität zwischen Monitoring, Conditionality und Kreditvergabe auf der einen Seite und dem Verschuldungsniveau des Schuldnerlandes auf der anderen Seite.

(5) Bordo/Mody/Oomes (2004) nutzen für ihre Untersuchung komplexere dynamische Spezifikationen und erweitern die Zeithorizonte. Sie vergleichen neben länderspezifischen Initialpunkten das Verhalten der Kapitalzuflüsse von Ländern mit und ohne IWF-Programmen. Dabei kommen sie zu dem Ergebnis, dass der IWF größere und

stabilere Kapitalzuflüsse generiert für Länder, die sich in einer durchschnittlichen ökonomischen Verfassung befinden, während sich Länder in schlechter ökonomischer Konstitution keinem Effekt vom IWF gegenübersehen und für Länder mit guten Rahmenbedingungen keine signifikanten Aussagen gemacht werden können.

Neben den dargestellten Studien gibt es in der relevanten Literatur eine Vielzahl weiterer Untersuchungen. Die Methoden reichen von Regressionen über Panelstudien bis hin zu Fallstudien. Die untersuchten Determinanten sind neben den Nettokapitalzuflüssen auch Direkt- und Portfolioinvestitionen privater wie öffentlicher Gläubiger. Die Ergebnisse sind kongruent mit denen aus den hier dargestellten Studien: Es findet sich in der empirischen Literatur keine breite Basis für den katalytischen Effekt des IWF. Vielmehr sind die länderspezifischen Rahmenbedingungen, die Spezifika des IWF-Programms und die Beziehungen des Landes zum IWF maßgebliche Determinanten dafür, ob ein katalytischer Effekt generiert werden kann. IWF-Programme, die strengere Maßnahmen für ein Land vorsehen oder präventiv eingesetzt werden, scheinen eine katalytische Wirkung auf die internationalen Finanzmärkte zu haben und mehr Kapital in das Land fließen zu lassen. Dies jedoch nur in Ländern, in denen die Finanzkrise noch nicht zu weit fortgeschritten ist oder deren Bonität noch immer durchschnittlich ist. Der katalytische Effekt scheint eher über Anleihen zu wirken als über Bankdarlehen.

2.6. Staatssouveränität

Souveränität bedeutet, dass es eine Entität gibt, die übergeordnete Macht hat – somit autonom und frei von externer Kontrolle ist (vgl. Moody's 2004, S. 4). In der modernen Sichtweise bezieht sich Souveränität ausschließlich auf Staaten. Über dem Staat solle es keine höhere Autorität mehr geben; gleichwohl sind Staaten in der Geschichte immer wieder mit anderen Staaten in Autoritätskonflikte geraten, die sich darin äußerten, dass die überlegene Autorität mit militärischer, ökonomischer sowie diplomatischer Macht unterlegene Staaten unterdrückte. Noch vor 1945 waren militärische Interventionen

akzeptiert, um den Schuldendienst eines anderen Landes einzutreiben (Kanonenbootpolitik).

Ein Souverän konnte sich im 19. Jahrhundert und der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts stets auf die Prinzipien der absoluten Immunität zurückziehen: Er konnte nicht vor einem ausländischen Gericht verklagt werden. Generell galt, dass Völkerrechtssubjekte ihre Dispute nicht vor Gerichten des einen oder anderen Staates verhandeln konnten, sondern ein internationales (völkerrechtliches) Gericht anzurufen sei. Ein Souverän konnte jedoch auch auf seine Immunität verzichten, indem er sich für den Streitfall in Form einer vertraglichen Beziehung freiwillig der Autorität eines ausländischen Gerichts unterwarf (vgl. Brownlie 2003).

Diese absolute Immunität eines Souveräns erstreckte sich insbesondere auf geschäftliche Transaktionen zwischen dem Souverän und ausländischen Privatpersonen und -unternehmen. Dies hatte für ihn den Vorteil, dass privatgeschäftliche Interessen nur auf dem Wege diplomatischen und politischen Drucks des ausländischen Staates durchgesetzt werden konnten. Solange also ausländische Privatgläubiger ihre eigene Regierung nicht von ihren Interessen überzeugen konnten, wurde auch kein diplomatischer oder politischer Druck auf das Schuldnerland ausgeübt. Einzige Möglichkeit zur Durchbrechung dieser Immunität blieb die Klage der Privatgläubiger vor einem Gericht im Schuldnerland.

In den 1950ern entschieden sich die USA in den Jahren des Kalten Krieges dazu, staats-eigene Betriebe der UdSSR nicht unter die Staatssouveränität fallen zu lassen, wenn sie geschäftliche Transaktionen innerhalb der USA oder mit direkten Effekten auf die USA tätigten. 1976 wurde diese Auslegung in den USA und 1978 in Großbritannien rechtlich verankert, woraufhin die übrigen NATO-Staaten folgten (vgl. Brownlie 2003). Nun konnte ein privates Wirtschaftssubjekt einen ausländischen Staat im Heimatland des privaten Wirtschaftssubjektes verklagen, wenn sich die Klage auf geschäftliche Transaktionen bezog.

Da der weitaus größte Teil der Anleihen von Schwellenländern nach New Yorker Recht emittiert wird und entsprechend in einer Finanzkrise die dortigen Gerichte angerufen

werden, soll nachfolgend herausgearbeitet werden, wie die USA den Begriff der Staatssouveränität ausformuliert haben. Es soll hier darauf verzichtet werden, die weiteren bedeutenden Finanzplätze (London, Frankfurt und Tokyo) diesbezüglich zu untersuchen.

Die USA definieren einen Souverän als einen ausländischen Staat inklusive seiner untergeordneten Gebietskörperschaften und untergeordneten Entitäten. Untergeordnete Entitäten sind alle staatseigenen Betriebe einschließlich Mehrheiten an verbundenen Unternehmen (50% + 1 Anteil staatliches Eigentum) sowie alle Organe und politisch untergeordneten Einheiten des ausländischen Staates.

„A "foreign state", ... , includes a political subdivision of a foreign state or an agency or instrumentality of a foreign state as defined in subsection (b).

(b) An "agency or instrumentality of a foreign state" means any entity --

(1) which is a separate legal person, corporate or otherwise, and

(2) which is an organ of a foreign state or political subdivision thereof, or a majority of whose shares or other ownership interest is owned by a foreign state or political subdivision thereof, and

(3) which is neither a citizen of a State of the United States as defined in section 1332 (c) and (d) of this title, nor created under the laws of any third country.” (US Foreign Sovereign Immunity Act 1976, § 1603 (a,b).

Geschäftliche Transaktionen werden in den USA definiert als

„... either a regular course of commercial conduct or a particular commercial transaction or act. The commercial character of an activity shall be determined by reference to the nature of the course of conduct or particular transaction or act, rather than by reference to its purpose.” (US Foreign Sovereign Immunity Act 1976, § 1603 (d).

In diversen US-Gerichtsurteilen wurde die Emission von Wertpapieren als geschäftliche Transaktion angesehen; die Aussetzung von Schuldendienstzahlungen am Erfüllungsort

USA wurde erstmalig 1992 als direkter Effekt auf die USA vom U.S. Supreme Court bestätigt. Als Resultat ergibt sich unter US-Recht, dass Staatssouveränität keine bedeutende Rolle mehr spielt – ein souveräner Staat kann von seinen Gläubigern vor US-Gerichten verklagt werden (vgl. Sturzenegger/Zettelmeyer 2005, S. 11).

Eine Klage vor einem US-Gericht bedeutet aber noch nicht automatisch, dass das Schuldnerland dazu verurteilt wird, seinen Schuldendienst weiter leisten zu müssen. Gleichfalls führt ein Vollstreckungstitel von einem US-Gericht nicht dazu, dass ein Schuldnerland seinem Schuldendienst weiter nachkommt. Wie im nationalen Insolvenzrecht eines Staates sind zwar mit einem Vollstreckungstitel Sicherheiten des Schuldners zu verwerten bis die Schuld beglichen ist, aber die Staatssouveränität schränkt hierbei eine Vollstreckung des Urteils ein.

Von besonderem Interesse bei einer möglichen Vermögensverwertung durch Gläubiger sind die Vermögenswerte, die bei der Zentralbank des Schuldnerlandes lagern. Da die Zentralbank als eine untergeordnete Einheit des Staates gilt, ist sie immun gegen mögliche Vollstreckungsurteile. Wird dagegen auf die Immunität von Aktiva vertraglich verzichtet, so besteht trotzdem noch die Möglichkeit, Regierungs- und Zentralbankgelder bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in der Schweiz legal vor dem Zugriff der Gläubiger zu schützen (vgl. Sturzenegger/Zettelmeyer 2005, S. 11).

3. Die derzeitige Restrukturierungsstrategie

Die gängige Praxis der letzten Jahre war es, Anleihebestände über einen marktbasieren Ansatz zu restrukturieren, der in der einschlägigen Literatur mit dem Begriff des „sich Durchwurschtelns“ beschrieben wird. Jedes Land, das seine Staatsverschuldung restrukturierte, nutzte ein breites Bündel an Instrumenten. Es finden sich Umtauschangebote auf freiwilliger oder einer take-it-or-leave-it-Basis, teilweise ergänzt um exit consents. Verhandlungen wurden sowohl vor der Krise (pre-default) als auch nach dem Ausrufen eines defaults (post-default) begonnen. Ein einheitliches und verbindliches Regime analog eines nationalen Insolvenzrechts gibt es auf internationaler Ebene nicht.

Am Restrukturierungsprozess ist neben dem Schuldnerland ein komplexes Geflecht an nationalen und internationalen, staatlichen und privaten Akteuren beteiligt. Sie wirken auf unterschiedlichen Ebenen und mit verschiedenen Interessen auf eine Restrukturierung ein. Auf globaler Ebene wirken die G7-Staaten, auf multilateraler Ebene sind internationale Institutionen wie der IWF, die Weltbank oder die beiden Gläubigerclubs. Die bilaterale Ebene besteht hauptsächlich aus Gläubigerbanken und –regierungen sowie den Anleihegläubigern. Das einzelne Schuldnerland steht im Zentrum aller Interessen.

Obwohl grundsätzlich alle Beteiligten gewillt sind, eine Restrukturierung zu einem erfolgreichen Ende zu bringen, sind trotzdem eine Reihe von Partikularinteressen zu berücksichtigen. Diese können den Erfolg einer Restrukturierung unterminieren. Da diese Arbeit auf die derzeit vorherrschende Finanzierung durch Anleihen fokussiert, sollen die hierfür relevanten Teilbereiche dargestellt werden. Dies bedeutet, dass die Interessen des Londoner und Pariser Clubs unbeachtet bleiben, denn Regierungen und Banken vergeben Kredite an Länder mittels bilateraler Kreditverträge und nicht über Anleihen. Die Interessen der multilateralen Institutionen, die ebenfalls Kredite in Form von kurz-, mittel- und langfristigen Darlehen vergeben, finden in diesem Kapitel nur bei relevanten Aspekten Berücksichtigung. Gleichwohl werden Erkenntnisse aus der jahrzehntelangen

Praxis der beiden Gläubigerclubs und multilateralen Institutionen problematisiert, wenn sie für die Analyse der Restrukturierung der Anleihebestände relevant sind.

In den nachfolgenden Abschnitten werden die Schwächen des Status Quo analysiert, um damit die Grundlage für die nachfolgenden Kapitel zu legen, die sich mit einem internationalen Insolvenzregime (Kapitel 4), den Collective Action Clauses (Kapitel 5) und einem aktiven Schuldenmanagement (Kapitel 6) beschäftigen.

Der Abschnitt 3.1. nimmt sich der Interessenheterogenität der gesamten Gläubigerschaft an, Abschnitt 3.2 zeigt, dass es auf theoretischer Ebene mit großen Schwierigkeiten verbunden ist, die Schuldentragfähigkeit für ein beliebiges Land zu einem bestimmten Zeitpunkt zu ermitteln. In der Praxis bedienen sich die Verhandlungspartner deshalb einfacher Verhältniszahlen („Daumenregeln“). Abschnitt 3.3 beschäftigt sich mit den Problemen des Marktversagens auf Finanzmärkten. Die Marktversagenstheorie wird dabei auf den besonderen Fall einer Finanzkrise mit anschließender Schuldenrestrukturierung angewandt. Abschnitt 3.4 setzt sich mit der Durchsetzung von Kreditverträgen auseinander. Wenn sich Gläubiger für den Klageweg entscheiden und an einem Gericht in einem Gläubigerland Recht zugesprochen bekommen, heißt dies nicht automatisch, den Vollstreckungstitel im Schuldnerland durchsetzen zu können. Gleiches gilt für den Fall, dass sich der Gerichtssand im Schuldnerland befindet. Im Abschnitt 3.5 geht es um das Aufbringungs- und Transferproblem für das Schuldnerland, denn Gläubiger der Auslandsverschuldung erwarten den zu erbringenden Schuldendienst in Fremdwährung. Dafür sind die Volumina in heimischer Währung aufzubringen, in Devisen zu transferieren und an die Gläubiger weiterzuleiten. Den Abschluss des Kapitels bildet der default Argentiniens in den Jahren 2001 bis 2004. Dieser Praxisfall soll zeigen, dass die in den vorhergehenden Abschnitten herausgearbeiteten Probleme nicht nur theoretischer Natur sind.

3.1. Interessenheterogenität

In Restrukturierungsverhandlungen stehen sich die Interessen des Schuldnerlandes und die Interessen der Gläubigergruppen gegenüber, wobei das Schuldnerland ein ganzes Bündel an Verhandlungszielen verfolgt, jedoch diese nicht alle erreichen kann. Nachfolgend eine mögliche Klassifizierung der Verhandlungsziele nach Handelsbeziehungen, Finanzmarkt und Schuldendienst.

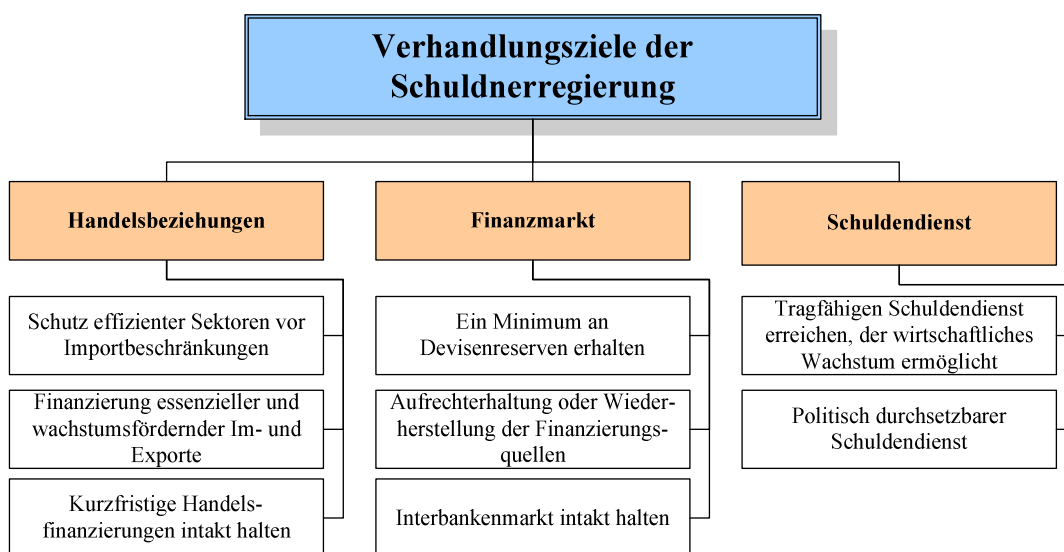


Abbildung 3: Interessen des Schuldnerlandes

Quelle: Eigene Darstellung

Die Umsetzung der Verhandlungsziele ist problematisch. Ein Schuldnerland wird sich im Fall eines drohenden Handels- und Kreditembargos durch seine Gläubigerländer einer Situation gegenübersehen, in der es einzelne Sektoren nicht vor Importbeschränkungen schützen kann und den Interbanken- und Kapitalmarkt austrocknen sieht. Um ein Handels- und Kreditembargo zu verhindern, kann das Schuldnerland Zugeständnisse beim Schuldendienst machen. So ist vorstellbar, dass trotz eines defaults und der anschließenden Drohung von Embargos das Schuldnerland teilweise, aber unregelmäßig den Schuldendienst erbringt und so das Embargo hinauszögern. Dies kann jedoch nur eine Interimslösung sein. Ziel bleibt es, Verhandlungen zu beginnen, die auf einen tragfähigen Schuldendienst hinarbeiten.

IWF und Weltbank sind keine vollkommen unabhängigen und eigenständig agierenden Akteure. Sie sind von den Interessen ihrer Anteilseigner geleitet. Während die Weltbank eine Entwicklungspolitik verfolgt, ist die Strategie des IWF auf die Förderung der internationalen währungspolitischen Kooperation, Wechselkursstabilität und die Abschwächung kurzfristiger Zahlungsbilanzschwierigkeiten beschränkt. In Restrukturierungen verfolgt der IWF das Ziel, durch wirtschaftspolitische Anpassungsmaßnahmen einerseits und Schuldenerleichterungen sowie fresh-money andererseits, zu einem makroökonomischen Gleichgewicht im Schuldnerland zu kommen und es in eine offene Weltwirtschaft zu integrieren (vgl. Speyer 2000, S. 5 und Deutsche Bundesbank 2000, S. 15-31). Im Laufe der Zeit sind diese deutlichen Grenzen zwischen den beiden Institutionen verwischt worden, sodass auch der IWF inzwischen langfristige Entwicklungspolitik betreibt und die Weltbank sich an zahlungsbilanzpolitischen Stützungsoperationen beteiligt (vgl. Deutsche Bundesbank 1999, S. 37). Die Kreditvergabe des IWF ist an ein Beistandsabkommen im Schuldnerland gekoppelt, womit eine Signalwirkung sowohl für weitere Kredite der Weltbank und internationale Banken als auch für Restrukturierungen im Pariser und Londoner Club erfolgt. Auch in freiwilligen Umtauschangeboten verlangen die Gläubiger ein IWF-Reformpaket und die Zusage des Schuldnerlandes, entsprechende Reformen einzuleiten.

Die Verhandlungsziele der Gläubigerbanken sind sehr unterschiedlich und differieren je nach Nationalität, Größe und Internationalisierungsgrad der Bank. Sie erklären sich einerseits aus unterschiedlichen bankaufsichts-, bilanzierungs- und steuerrechtlichen Bestimmungen in den einzelnen Gläubigerländern und andererseits aus den Portfoliostrukturen und -strategien der Banken. Kleine Banken mit absolut und relativ niedrigen Schwellenländer-Exposures bereinigen ihre Portfoliostrukturen, indem sie beim Auftreten von Verschuldungsproblemen die Anleihen über den Sekundärmarkt verkaufen. Gleichzeitig haben jedoch auf der anderen Seite Käufer zu stehen, die entsprechend risikobereit sind und sich dieses über eine hohe Risikoprämie honorieren lassen. Dabei ist keineswegs sicher, dass in einer Finanzkrise der Sekundärmarkt liquide bleibt und eine Reallokation des Kapitals stattfindet.

Obwohl Verhandlungslösungen stets einen Kompromiss der verschiedenen Interessen darstellen, blieben bei den in der jüngeren Vergangenheit verhandelten Restrukturierungen Interessen unberücksichtigt. Die Bevölkerung des Schuldnerlandes ist unbeeiligt, demzufolge auch ihre Interessen, obwohl sie in Form von Rezession und ökonomischen Verzerrungen maßgebliche Lasten zu tragen hat. Je nach Verhandlungsergebnis ist die Bevölkerung mit höheren Steuern und verbreiterten Steuerbasen konfrontiert. Üblicherweise wähnt sich die Schuldnerregierung auch in der untergeordneten Position und sieht sich der gesamten Macht der Gläubiger gegenüber: Die Restrukturierungen bedrohen die Existenzfähigkeit des Schuldnerlandes und beschwören sozialen Unfrieden herauf. Dies ist keine Position der Stärke. Die Macht liegt bei den Gläubigern und ist umso stärker ausgeprägt, je einheitlicher die Gläubiger als Gruppe auftreten. Die 1998 von Russland ausgerufene Zahlungsunfähigkeit wurde nach Verhandlungen mit dem Londoner und Pariser Club zurückgenommen, denn Russland wurde vor Augen geführt, welche politischen Folgen eine dauerhafte Zahlungsverweigerung gehabt hätte. Dies kann als eine Position der Schwäche Russlands interpretiert werden, denn die Kosten eines defaults erschienen Russland offenbar als zu hoch. Die Gläubiger gelangten in die stärkere Position, weil sie sich innerhalb des Pariser und Londoner Clubs, vor allem aber auch zwischen den beiden Gläubigerclubs, einig waren. Russland gelang es nicht, die beiden Clubs gegeneinander auszuspielen: Beide Clubs haben in ihren Richtlinien formuliert, dass keiner der beiden schlechter gestellt werden soll als der jeweils andere.

Argentinien hingegen hatte den weitaus größten Teil seiner Staatsverschuldung über Anleihen am anonymen internationalen Kapitalmarkt aufgenommen. Somit sah sich Argentinien in den Jahren 2000 bis 2003 Gläubigern gegenüber, die sich nicht in einer einzigen Gruppe zusammengefunden hatten nach dem Vorbild eines Pariser oder Londoner Clubs. Eine Gruppenbildung von Anleihebesitzern ist erschwert, weil sich ein einzelner Anleihebesitzer nur mit einem örtlichen Anwalt Recht verschaffen kann. Verschiedene Anwaltskanzleien auf nationaler Ebene müssten sich daraufhin zu einer Gruppe zusammenschließen, die sich wiederum auf europäischer Ebene mit den anderen Gruppen zusammenfindet. Schlussendlich ist eine Gruppenbildung noch auf globaler Ebene anzustreben, um das Ziel einer globalen Einheit zu erreichen und als

diese mit einem Schuldnerland zu verhandeln. Gleichwohl ist eine Gruppenbildung mit hohen Transaktionskosten verbunden und kommt daher nur schwer zustande. Argentinien konnte deshalb als erstes Land aus einer Position der Stärke heraus die Verhandlungen auf einer take-it-or-leave-it-Basis führen.

Auch in den Jahren nach dem default Argentiniens hat sich keine Institution für Anleihebesitzer nach dem Vorbild des Pariser oder Londoner Clubs gebildet. Insofern bleibt es augenblicklich dabei, dass in Schuldenrestrukturierungen und Verhandlungen das Schuldnerland aus der überlegeneren Position heraus taktieren kann. Gleichwohl strebt die Gesamtheit der Gläubiger global nach Koordination, Gleichbehandlung untereinander und gerechter Restrukturierung; der einzelne Gläubiger jedoch will seinen Einzelanspruch durchsetzen.

Auf nationaler Unternehmensebene können Gläubigerrechte effizient durchgesetzt werden, denn ein nationales Insolvenzrecht gibt den Gläubigern das Recht auf Sicherheitenverwertung und Liquidation. Es zeigt sich auch hier, dass die Reorganisation eines Unternehmens den Unternehmenswert erhalten kann (vgl. Sturzenegger/ Zettelmeyer 2005, S. 20). So sollte es rational für die Gläubiger sein, einer Restrukturierung zuzustimmen, wenn als Alternative nur noch die Liquidation anstünde. Solch ein Arrangement kann von Gläubigern unterminiert werden, die auf die volle Rückzahlung bestehen und damit drohen, andernfalls das Unternehmen liquidieren zu wollen. Wenn Gläubiger in einem früheren Fall erleben mussten, dass dissidierende Gläubiger (Holdout-Gläubiger) mit dieser Strategie Erfolg hatten, hat jeder Gläubiger den Anreiz, die Holdout-Position einzunehmen, und niemand wird mehr das Unternehmen restrukturieren wollen. Damit verlängert sich der default des Unternehmens, der Kapitalmarktzugang bleibt weiterhin versperrt und die Gläubiger können nicht mit einer vollständigen Rückzahlung rechnen. Nationale Insolvenzregime berücksichtigen dies, indem ein nationales Gericht die Restrukturierung überwacht im Sinne einer Fortführung des Unternehmens und einer Maximierung des Unternehmenswertes. Dissidierende Gläubiger werden an die Entscheidung des Gerichts gebunden und verlieren damit ihr Recht auf vollständige Rückzahlung. Dies wissen jedoch ex ante alle Gläubiger innerhalb einer Jurisdiktion.

Fraglich ist, ob auch im Kontext von Staatsverschuldung ein solches Holdout-Problem besteht. Nachdem in den 1970er Jahren sowohl die USA als auch Großbritannien die Staatssouveränität restriktiver auslegten, konnten Holdout-Gläubiger darauf hoffen, vor Gericht eine höhere Rückzahlung einzuklagen als der Durchschnitt der Gläubiger erhielt. In den 1980er Jahren begannen die Gläubiger Klagewellen bei Restrukturierungsangeboten der Schuldnerländer, wobei einige Holdout-Gläubiger günstigere Zahlungen herauschlagen konnten als der Rest der Gläubiger. Ende der 80er Jahre begannen sich die ersten Unternehmen, so genannte Vulture-Fonds, darauf zu spezialisieren: Sie kauften auf dem Sekundärmarkt für Staatspapiere systematisch verbriefte Staatskredite zu einem signifikanten Diskont mit dem Hintergedanken, eine möglichst hohe Rückzahlung vor einem Gericht einzuklagen. Ende der 80er Jahre stieg die Anzahl diesbezüglicher Klagen deutlich an, was zur Implementierung des Brady-Plans führte (vgl. Sturzenegger/Zettelmeyer 2005, S. 23f).

Erstmals zeigte der Fall Costa Ricas in den 80er Jahren, dass es Gläubigern möglich ist, sich in die Holdout-Position zu begeben, also nicht an Verhandlungen teilzunehmen und über den Klageweg die eigenen Interessen zumindest teilweise durchzusetzen. Gleichzeitig wurde mit diesem Fall geklärt, unter welches Insolvenzregime ein Souverän fällt: 1981 suspendierte Costa Rica seinen Schuldendienst gegenüber einem 39-köpfigen Bankenkonsortium. Die anschließenden Verhandlungen endeten damit, dass 38 Banken zustimmten, eine Bank jedoch nicht und in den USA klagte. Die erste gerichtliche Instanz entschied, Costa Rica sei analog dem US-amerikanischen Insolvenzrechts Chapter 11 zu behandeln. Das Gericht konkretisierte die Suspendierung somit als einen Stundungsantrag, der mit dem guten Vorsatz verbunden war, die Verschuldung zu restrukturieren. Es sollte demnach nicht auf eine Liquidation hinauslaufen – völlig abgesehen davon, dass ein souveräner Staat nicht liquidiert werden kann. Jedoch können Vermögenswerte verwertet werden. Das US-Justizministerium vertrat demgegenüber die Meinung, dass die unilateral von Costa Rica angestoßene Restrukturierung nicht in das Konstrukt einer ordentlichen Restrukturierung internationaler Verschuldung passe. Statt unter das US-Insolvenzrecht (Chapter 11) falle internationale Verschuldung unter die Regelungen des IWF und eine Restrukturierung habe nach deren Grundsätzen durchgeführt zu werden – völlig abgesehen davon, dass der IWF kein internationales Insolvenz-

recht hat und folglich der Souverän nicht gegenüber seinen Gläubigern geschützt werden könne. Es stehe den Gläubigern also frei, auf dem Klageweg die Verwertung von Sicherheiten und Vermögenswerten des Souveräns zu erreichen. Gleichwohl stehe es einzelnen Gläubigern nunmehr auch frei, sich gegen die Gruppeninteressen der Gläubigergemeinschaft zu stellen (vgl. Rogoff/Zettelmeyer 2002, S. 475f).

Ende der 90er Jahre gelang es einem Vulture-Fonds erfolgreich, ein belgisches Gericht davon zu überzeugen, sich in die internationalen Finanzströme zwischen Schuldnerland und seinen Gläubigern einzumischen, die bereits einer Restrukturierung zugestimmt und sich nun mit einer niedrigeren Rückzahlung begnügt hatten: Ein Brüsseler Gericht verpflichtete eine europäische Clearingstelle, eine ausstehende und sich auf dem Weg befindliche Zinszahlung auf eine Staatsanleihe zurückzubehalten. Da damit die bereits restrukturierten Staatspapiere in Zahlungsverzug gerieten, drohte über eine cross default clause in den Anleihebedingungen die gesamte Staatsschuld fällig gestellt zu werden, was ein neues Restrukturierungsangebot nach sich gezogen hätte. Das Schuldnerland entschied sich deshalb dafür, den Vulture-Fonds auszubezahlen, was dazu führte, dass wieder regelmäßig Zinszahlungen geleistet werden konnten und die gesamte Staatsschuld nicht ein zweites Mal fällig gestellt wurde (vgl. Sturzenegger/Zettelmeyer 2005, S. 27). Damit gelang es einem Vulture-Fonds erfolgreich, einen weiteren Kanal zur Vollstreckung eines Gerichtsurteils zu öffnen: Wenn ein Schuldnerland die aus dem Gerichtsurteil zu zahlende Schuld nicht begleicht, kann der Gläubiger die über eine Clearing-Stelle zu verteilenden Zahlungen anderer Emissionen erfolgreich stoppen. Da damit das Schuldnerland wieder in Zahlungsverzug geraten würde, obwohl die Zahlung zumindest schon bis zur Clearing-Stelle vordringen war, würden die Empfänger dieser Leistungen noch härtere Retorsionen anstreben und ihrerseits den Klageweg beschreiten. Um dies zu vermeiden, leistet das Schuldnerland an den Vulture-Fonds. Mit diesem erstmaligen Erfolg sind die Holdout-Gläubiger von einem kleinen Ärgernis zu einer ernststen Gefahr für eine geordnete Restrukturierung geworden.

Zwei Ansätze sind jedoch in den letzten Jahren herausgearbeitet worden, um dem diesbezüglichen Klageweg Einhalt zu gebieten: (1) Ausformulierung der Pari-passu-clause und (2) Schutz vor Zugriff.

(1) Der Erfolg des Vulture-Fonds Ende der 90er Jahre war nur möglich, weil die Pari-passu-clause innovativ interpretiert wurde: Aus jeder Schuldendienstzahlung, egal zu welchem Zeitpunkt, erhält jeder Gläubiger einen gleichen Anteil. Die konventionelle Auslegung der Pari-passu-clause besagt dagegen, dass die zur Disposition stehende unbesicherte Schuld nicht schlechter gestellt werden darf als alle anderen unbesicherten Schulden. Die Pari-passu-clause besagt also lediglich, dass es keine Rangreihenfolge innerhalb aller unbesicherten Schuldtitel gibt – die unbesicherte Schuld als Ganzes als eine eigenständige Anlageklasse anzusehen ist –, keineswegs, dass alle Gläubiger unbesicherter Schulden den gleichen Anteil aus dem erbrachten Schuldendienst erhalten. Auf den ersten Blick ist dies eine logische Folge daraus, dass damit jeder Gläubiger einer unbesicherten Schuld einen Anteil daraus erhält. Es ist dem Souverän jedoch möglich, unabhängig von der Pari-passu-clause eine unbesicherte Anleihetranche zu bedienen, eine andere jedoch nicht. Angenommen, im Jahr $t=1$ wird ein fälliger Zinsdienst nicht erbracht und das Schuldnerland geht in den default. In $t=2$ entscheidet sich das Schuldnerland, den Zinsdienst einer zweiten Anleihetranche zu erbringen – die erste Anleihetranche geht auch in dieser Periode leer aus. Damit erhalten jedoch die Gläubiger der ersten Anleihetranche nach konventioneller Auslegung nicht automatisch über die Pari-passu-clause einen Anteil des Zinsdienstes, der für die zweite Anleihetranche erbracht wurde. Die Pari-passu-clause besagt nur, dass wenn eine Anleihetranche der unbesicherten Schuld bedient wird, auch alle anderen Tranchen der unbesicherten Schuld zu bedienen sind. Inzwischen teilt der Großteil der Finanzmarktakteure die konventionelle Auslegung, unter ihnen die US-Regierung, die Federal Reserve Bank New York und die New York Clearing House Association. Insofern dürfte der Erfolg der 90er Jahre nicht wiederholbar sein (vgl. Gulati/Klee 2001; Wood 2003 und Buchheit/Pam 2004).

(2) Unabhängig von der tatsächlichen Auslegung der Pari-passu-clause können Zahlungen an die Gläubiger vor dem Zugriff von Holdout-Gläubigern geschützt werden: (a) Zahlungen können ihren Erfüllungsort im Schuldnerland haben, sodass keine internationale Clearing-Stelle zwischengeschaltet ist, bis die Gläubiger ihre Zahlungen erhalten haben. Nun bliebe den Holdout-Gläubigern nur die Möglichkeit, über explizite sharing clauses von den Gläubigern die Herausgabe eines Teils der

Zahlungen zu verlangen, was ungleich schwieriger sein wird, als eine Clearing-Stelle zu blockieren oder mit deren Blockierung glaubhaft zu drohen. Dies wird insbesondere dadurch erschwert, dass es bis dato keine explizite sharing clauses in den Anleihebedingungen gibt (vgl. Sturzenegger/ Zettermeyer 2005, S. 29). (b) Nationales Recht kann das internationale Zahlungsverkehrssystem schützen, indem es die Clearing-Stellen im eigenen Hoheitsgebiet gegen Gerichtsentscheidungen immunisiert. So hat Belgien inzwischen eine diesbezügliche Schutzklausel in nationales Recht implementiert (vgl. Singh 2003).

Da bereits einige Fälle gezeigt haben, dass Holdout-Gläubiger erfolgreich Zahlungen einklagen können, werden wohl auch in der Zukunft diesbezügliche Wege von ihnen gefunden werden. Die Empirie zeigt hier: Sowohl im Fall Perus als auch in den Fällen Panamas und Kongos leistete das Schuldnerland an die Vulture-Fonds, obwohl über Gerichtsentscheidungen wenig Chance auf einen Vollstreckungstitel bestand. Die Schuldnerländer schätzten offensichtlich die Gefahr einer neuen oder fortgeführten Restrukturierung und die damit verbundenen Kosten höher ein als die Klage zu gewinnen und damit die Vulture-Fonds leer ausgehen zu lassen. Die jüngsten Restrukturierungen der Länder Russland, Ukraine, Pakistan, Ecuador, Moldawien und Uruguay wurden erfolgreich abgeschlossen, ohne dass Vulture-Fonds gerichtlich Zahlungen einklagten. Erreicht wurde dies, indem so attraktive Angebote an die Gläubiger gemacht wurden, dass die Partizipationsrate schon deshalb sehr hoch war. Die sehr kleine Zahl an dissidierenden Gläubigern wurde dagegen still und heimlich voll ausbezahlt, um ein Gerichtsverfahren schon im Keim zu ersticken (vgl. Sturzenegger/ Zettermeyer 2005, S. 30f). Es lohnt sich demnach noch immer, sich in die Holdout-Position zu begeben. Allein die Gefahr einer Klage reicht aus, um die Restrukturierungen dermaßen zu behindern, dass den Schuldnerländern dieses Risiko als zu hoch erscheint und sie deshalb die Holdout-Gläubiger auszahlen.

3.2. Schuldentragfähigkeit

Im derzeitigen Restrukturierungsregime wird das Ziel verfolgt, das Schuldnerland aus der Situation der Unfähigkeit, seine Schulden zu bedienen, herauszuholen und es in die Lage zu versetzen, seine Schulden wieder ordnungsgemäß bedienen zu können – die Schulden wieder tragbar zu machen. Abgesehen davon, dass es viele Möglichkeiten gibt, dieses Ziel zu erreichen, bedarf es zuerst einer Konkretisierung, was mit Schuldentragfähigkeit gemeint ist. Kapitel 2.1 ist eng mit diesem Kapitel verbunden, denn dort wurde bereits auf Indikatoren verwiesen, die geeignet sind, den Punkt zu ermitteln, ab dem ein Schuldnerland in den default geht. Hinter den Schwellenwerten der einzelnen Indikatoren steht die Überlegung, ab wann die Verschuldung nicht mehr tragbar ist.

In einem ersten Ansatz zielt die Ermittlung der Schuldentragfähigkeit darauf ab, herauszufinden, wie sich der Schuldenstand über die Zeit entwickelt hin zu einem Bereich oder einem Optimalpunkt, an dem die Verschuldung keine makroökonomischen Spannungen erzeugt und Prognosen indizieren, dass die Schuldendienstlast nicht steigen wird, bezogen auf die Zahlungskapazität (vgl. Rieffel 2003, S. 48). Dies erfordert Prognosen über die Einnahmen und Ausgaben im Staatshaushalt, einschließlich des Schuldendienstes, sowie die Änderungen des Wechselkurses. Die Prognose der Schuldendynamik wird beeinflusst von makroökonomischen Entwicklungen und Änderungen auf dem Finanzmarkt – beide Bereiche sind dabei mit Unsicherheit und hohen Volatilitäten verbunden. Ein Schlüsselement ist hierbei die Willigkeit des Finanzmarktes, weitere Finanzierung bereitzustellen, was von den Prolongationskosten abhängt und der Einschätzung zu den historischen und länderübergreifenden Erfahrungen mit verschiedenen ökonomischen, politischen und sozialen Reformprogrammen. Neben dem Staatshaushalt sind auch die gesamtwirtschaftlichen Bilanzen des Banken-, Unternehmens- und Haushaltssektors mit einzubeziehen, denn zwischen ihnen bestehen Interdependenzen.

Die Schuldentragfähigkeit kann jedoch auch als eine Situation angesehen werden, in der das Schuldnerland erwarten kann, dass es in der Lage ist, seinen Schuldendienst zu

leisten, ohne unrealistische Anpassungen in der Einnahmen- und Ausgabenbilanz bei gegebenen Kreditbeschaffungskosten auf den Finanzmärkten vornehmen zu müssen, (vgl. IMF 2002a). Dabei sind drei Aspekte vorstellbar, die zu einer Nicht-Tragfähigkeit der Verschuldung führen: (a) eine Situation, in der eine Restrukturierung der Verschuldung notwendig wird, zumindest aber eine Erwartung darüber gebildet wird; (b) die Akkumulation der Schulden schneller vorstatten geht als die Kapazität zur Schuldenbedienung wächst (Ponzi-Finanzierung) und (c) das Schuldnerland über seinen Verhältnissen lebt und weiß, dass die Schuldenakkumulation nur mit einer signifikanten Ausgabenkürzung aufgehalten werden kann.

Damit rückt die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz in den Fokus der Analysen, wobei keine scharfe Trennlinie zwischen beiden Konzepten besteht: Solvent ist ein Land, wenn der Barwert der aktuellen und zukünftigen Staatseinnahmen größer ist als der Barwert seiner aktuellen und zukünftigen Staatsausgaben. Liquide ist ein Land, solange die flüssigen Finanzmittel zuzüglich des Zugriffs auf Kredite größer sind als die finanziellen Verbindlichkeiten aus der Prolongation aller ausstehenden Verbindlichkeiten an ihrem jeweiligen Fälligkeitstermin. Eine klare Abgrenzung zwischen den beiden Begriffen ist kaum gegeben, denn wenn sich ein Schuldnerland dem Illiquiditätspunkt nähert, manifestiert sich dies in steigenden Spreads und damit steigenden Zinsen. Sobald die Finanzmärkte keine Finanzierung mehr zulassen, der marginale Zins also unendlich groß wird, ist das Land insolvent.

Mehrere Risiken stecken im Staatshaushalt, sodass die Prognose des Schuldenstandes und damit auch des Schuldendienstes mit Unsicherheiten verbunden ist: (1) Eventualverbindlichkeiten expliziter wie impliziter Natur werden in einer Finanzkrise zu realen Verbindlichkeiten. Wenn diese in einer beginnenden Finanzkrise in einem Sektor der Volkswirtschaft auftreten, stecken sie üblicherweise die anderen Sektoren an, sodass sich über sie die Finanzkrise ungeordnet innerhalb einer Volkswirtschaft ausbreiten kann. Es ist dabei außerordentlich schwierig, ex ante die genaue Höhe der eingegangenen Eventualverbindlichkeiten zu messen: Das Volumen und die Bedingungen, zu denen sie eingelöst werden, sind unbekannt. (2) Eine signifikante Senkung der Vermögenspreise kann dazu führen, dass der Verschuldung nicht mehr ausreichend Ver-

mögen gegenübersteht und somit die Verschuldung untragbar wird. Sobald der reale Wechselkurs signifikant sinkt, beispielsweise nach dem Zusammenbruch eines fixen Wechselkursregimes, verschlechtert sich die Vermögensposition der Volkswirtschaft und damit die Relation zu den Verbindlichkeiten, was in die Insolvenz führen kann. Insofern sind Auf- und Abwertungen der heimischen Währung in der Prognose zur Schuldentragfähigkeit zu berücksichtigen.

Die Schuldentragfähigkeit kann überdies in die zwei Teilbereiche der externen und fiskalischen Tragfähigkeit getrennt werden. Da die externe Tragfähigkeit die Wechselkurse thematisiert und allein deren Prognosen und Ermittlung eines optimalen Wechselkurses in der Literatur einer umfangreichen Diskussion ausgesetzt sind, kann hier lediglich ein grober Überblick darüber gegeben werden.

Externe Tragfähigkeit: Die externe Tragfähigkeit hat mehrere Dimensionen. (a) Im Bereich der Leistungsbilanz, ob sie über private oder offizielle Kapitalzuflüsse finanziert wird. (b) Prognosen über die mittelfristige Entwicklung der Zahlungsbilanz und die darin enthaltenen Nettoauslandsverbindlichkeiten. (c) die Beurteilung eines gleichgewichtigen Wechselkurses.

Die Prognosen der mittelfristigen Entwicklung der Zahlungsbilanz werden standardmäßig vom IWF erstellt. Sie bilden im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit des IWF die Grundlage für die Beurteilung des Wechselkurses und der Rückzahlungsfähigkeit der IWF-Kredite der einzelnen Mitgliedsländer. Die analytische Basis bildet eine Abwandlung der einfachen intertemporalen Budgetbedingung, also der Gleichheit zwischen Schuldenakkumulation und Leistungsbilanzdefiziten bereinigt um Bewertungsänderungen. Mit dieser Fundamentalanalyse werden die Implikationen für den Schuldenstand und -dienst ermittelt, bei gegebenen makroökonomischen Rahmenbedingungen wie Wachstumsrate, nominalem Wechselkurs und Inflation. Hieraus lassen sich Rückschlüsse ziehen, ob der reale Wechselkurs eines Schuldnerlandes zu hoch ist, die Vermögensposition des Schuldnerlandes damit von einer Änderung bedroht ist, sodass diese sich wiederum auf die Solvenz auswirkt. Damit bildet die Analyse der

externen Tragfähigkeit jedoch lediglich einen Baustein zur Beurteilung der Schulden-tragfähigkeit – sie ist nicht deren Basis (vgl. IMF 2002a, S. 12).

Fiskalische Tragfähigkeit: Jährliche Haushaltsdefizite, der Bestand an öffentlicher Verschuldung und Verschuldungskennziffern bilden die Kernelemente einer Analyse der fiskalischen Tragfähigkeit. Gefragt wird nach dem Primärüberschuss, der die Verschuldung konstant hält. Jedes Land hat hingegen eine andere Kapazität zur Erreichung hoher Primärüberschüsse, was sowohl an technischen Problemen liegt wie einer effektiven Steuereintreibung als auch an politischen und sozialen Problemen. Im Idealfall berücksichtigt diese Analyse alle öffentlichen Bereiche, die in der Lage sind, die öffentliche Schuld zu beeinflussen. Auch hier werden Eventualverbindlichkeiten zur kritischen Größe: Während die formal und damit explizit garantierten Eventualverbindlichkeiten erfassbar sind, ist dies bei impliziten Garantien und Patronatserklärungen kaum möglich. So sind die Einlagensicherung für den Bankensektor oder Restrukturierungskosten nach einer Finanzkrise zwar der Sache nach bekannt, jedoch nicht messbar. Einerseits kann niemand beurteilen, um wie viel eine Einlagensicherung bei einer Bankenkrise aufgestockt werden muss oder wie hoch die Restrukturierungskosten in Abhängigkeit von der Verhandlungsdauer sind, andererseits liegt kein verlässliches Zahlenmaterial für eine Prognose vor. Erst ex post können die real eingetretenen Verbindlichkeiten erfasst werden.

Während es möglich ist, eine länderspezifische Schuldentragfähigkeit ex post zu ermitteln, wäre es wünschenswert, die Schuldentragfähigkeit ex ante über eine allgemein anerkannte Berechnungsmethode messen zu können. Damit könnte ein default effektiver prognostiziert werden. Über alle Länder hinweg liegen jedoch maßgebliche Defizite im Zahlenmaterial vor, sodass derzeit noch nicht davon ausgegangen werden kann, dass es eine einheitliche Berechnungsmethode zur Schuldentragfähigkeit geben wird. Diese Defizite sind (vgl. IMF 2002a):

- **Verfügbarkeit:** Die Erfassung und Veröffentlichung von Basisvariablen wie öffentliche Verschuldung, Primärhaushalt oder Realzins variiert massiv von Land zu Land.

- **Erfassung des öffentlichen Sektors:** Allein von den im EMBI zusammengefassten 30 Schwellenländern überwachten im Jahr 2002 nur 15 Länder den gesamten öffentlichen Sektor; 9 überwachten nur Zahlen für die Zentralregierung, nicht jedoch deren nachgeordnete Körperschaften und untergeordnete Entitäten; die restlichen 9 Schwellenländer erfassten lediglich die Zahlen der Zentralregierung. Dieses Defizit ist in den Schwellenländern, in denen die nachgeordneten Körperschaften ohnehin keine Kredite aufnehmen dürfen, nicht problematisch, denn deren Verschuldung erfolgt über die Zentralregierung und wird damit zumindest erfasst.
- **Eventualverbindlichkeiten:** Nur 4 der im EMBI vertretenen Länder erfassten 2002 überhaupt ihre quasi-fiskalischen Aktivitäten, sodass Zahlenmaterial zu den Eventualverbindlichkeiten praktisch gar nicht vorliegt. Es ist eine naheliegende Überlegung, dass sich dies in absehbarer Zeit nur marginal ändern wird.
- **Soziales Sicherungssystem:** In den meisten Ländern des EMBI sind die Verbindlichkeiten des sozialen Sicherungssystems entweder direkt oder als Eventualverbindlichkeiten der Zentralregierung zuzuordnen. Deren Verbindlichkeiten hängen von der demografischen Entwicklung des Lands ab und hierüber gibt es nur unzureichende Statistiken und Prognosen in den entsprechenden Ländern.
- **Standardisierung der Definitionen:** Das jährliche Haushaltsdefizit sollte genauso groß sein wie die Änderung der Verschuldung. Unter der Annahme, dass ein linearer Zusammenhang zwischen diesen beiden Größen besteht kann mit wirtschaftspolitischen Maßnahmen das Haushaltsdefizit gesteuert werden und damit die gewünschte Wirkung auf die Verschuldung. So wird beispielsweise in einigen Ländern die Rekapitalisierung des Bankensektors nicht dem Staatshaushalt zugeordnet oder nicht als Verschuldung angesehen, sondern als Investition. Während diese unterschiedlichen Definitionen für ein einzelnes Land beispielsweise für die Steuerung der aggregierten Nachfrage sinnvoll sind, konterkariert es eine einheitliche Definition über alle Länder hinweg, sodass diese Voraussetzung für eine vergleichbare Analyse der fiskalischen Tragfähigkeit nicht gegeben ist.
- **Vermögensposition:** Wenn ein Land signifikante liquide Vermögenspositionen hat, ist die Verschuldung tragfähiger als wenn nur wenige liquide Vermögenswerte vorhanden sind. Die Erfassung der Vermögenspositionen und deren Einordnung in

Liquiditätsgrade sind bisher nicht in den Statistiken der Schwellenländer standardisiert.

Analog zur Prognose der externen Tragfähigkeit wird auch hier eine mittelfristige Prognose fiskalischer Variablen angestrebt, so der Bestand an öffentlicher Verschuldung, die Primärbilanz, Staatseinnahmen, Bruttofinanzierung und Zinsen, wobei die mittlere Frist zwischen 4 und 10 Jahren angesiedelt ist. Problematisch ist hierbei nicht nur das unzureichende Zahlenmaterial, sondern darüber hinaus die Annahmen, die den Prognosen zugrunde liegen. So wird angenommen, dass die bekanntgegebenen Reformprogramme vollständig von der Regierung implementiert werden, was wenig realistisch ist. Da die Prognosen auch auf makroökonomischen Rahmenbedingungen beruhen und die dortigen Prognosen bereits mit Unsicherheit behaftet sind, trägt sich dies bis in die Prognosen zur fiskalischen Tragfähigkeit fort.

In Prognosen zur ökonomischen Entwicklung eines Landes und damit auch zu deren fiskalischer Tragfähigkeit wäre es sinnvoll, wenn diese weder einen Hang zum Optimismus noch zum Pessimismus hätten.

- **Risiken exogener Variablen:** Exogene Schocks können negative (Risiken) wie positive (Chancen) Effekte auf ökonomische Rahmenbedingungen entfalten. Ökonomische Analysen versuchen üblicherweise, die Risiken zu berücksichtigen; selten werden in ihnen hingegen die Chancen verarbeitet. Beispielsweise bedeutete die Ölpreiskrise in den 70er Jahren neben den negativen Effekten auf Wachstum und Beschäftigung, dass verstärkt im Bereich erneuerbarer Energien geforscht wurde, um die Abhängigkeit vom Öl zu reduzieren; inzwischen sind aus diesen Forschungen für einige Länder starke Wettbewerbspositionen erwachsen, was insgesamt diese Volkswirtschaften gestärkt hat und die Abhängigkeit vom Öl tatsächlich reduzierte, sodass die ökonomischen Effekte einer Ölpreiskrise nicht mehr einen so negativen Charakter haben wie noch in den 70er Jahren. Mit der beidseitigen Berücksichtigung eines exogenen Schocks gewinnt die ökonomische Analyse an Breite, indem mehrere Szenarien für den gleichen exogenen Schock aufgestellt würden. Hilfreich könnte hierbei ein Basisszenario sein, das sich an den Erfahrungen aus der Ver-

gangenheit bereichert und neben dem betrachteten Land auch vergleichbare andere Länder berücksichtigt.

- **Einnahmen und Ausgaben:** Um sich der fiskalischen Tragfähigkeit zu nähern, bedarf es zuvor einer Analyse der Steuereinnahmen und Staatsausgaben, sowie deren Tragfähigkeit für die Volkswirtschaft. Reformprogramme, die Veränderungen in der Einnahmestruktur vorsehen und kurzfristig zu Primärüberschüssen führen, sind nicht notwendigerweise dauerhaft durchzuhalten. Die fiskalische Tragfähigkeit hat sich deshalb auf Einnahmen- und Ausgabenstrukturen zu stützen, die dauerhaft in der Volkswirtschaft technisch, sozial und politisch implementiert werden können. Beispielsweise sind aus der mittelfristigen Prognose Steuern zu exkludieren, die das Unternehmensvermögen oder Finanztransaktionen als Bemessungsgrundlage haben. Gleichfalls sollten die Instrumente zur Erreichung der Einnahmen- und Ausgabenstruktur auf ihre Tragfähigkeit geprüft werden. Es ist vorstellbar, dass die fiskalischen Ziele nicht erreicht werden können, wenn es dazu nicht ein dauerhaft tragfähiges Instrumentenbündel gibt.
- **Ökonomisches Verhalten:** Prognosen zu den Einnahmen aus Rohstoffen sollten auf konservativen Langfristperspektiven basieren und insbesondere bei den nichterneuerbaren Ressourcen deren Förder- und Verbrauchsrate berücksichtigen. Staatsausgaben dagegen sollten in Prognosen mindestens mit der Inflationsrate und dem Bevölkerungswachstum steigen, sodass real die Staatsausgaben pro Kopf zumindest konstant bleiben.
- **Finanzmarktpolitik:** Die Analyse zur fiskalischen Tragfähigkeit sollte eine Beurteilung über die Ausgestaltung der Finanzmarktpolitik und die daraus erwachsenden Chancen und Risiken enthalten. Während eine Verkürzung der durchschnittlichen Kreditlaufzeit mit einem steigenden Prolongationsrisiko einhergeht, bedeutet eine durchschnittliche Verlängerung steigende Finanzierungskosten – unter der Annahme einer normalen Zinsstrukturkurve. Da jedoch mittelfristig Effizienzgewinne aus der Entwicklung des heimischen Finanzmarktes und damit der Besetzung aller Laufzeiten der Zinsstrukturkurve zu erwarten sind, hat der Teilbereich der Kreditbeschaffung mittelfristig diese Effekte zu berücksichtigen und nicht nur das Prolongationsrisiko und die Finanzierungskosten. So werden Wachstumspotenziale erhöht,

wenn Unternehmen Zugang zum heimischen Kapitalmarkt erhalten und damit die Eigen- und Bankfinanzierung reduziert werden. Wenn die gesamte Zinsstrukturkurve mit Staatsanleihen besetzt ist, können diese Anleihen als Benchmark zur Bepreisung von Unternehmensanleihen und Derivaten genutzt werden. Ein wachsender Unternehmenssektor erhöht die Steuerbasis und ein entwickelter Kapitalmarkt macht Unternehmen flexibler, sodass insgesamt die Schuldentragfähigkeit steigen dürfte. Gleichwohl sind diese Effizienzgewinne nur aus der Historie vergleichbarer Länder zu ermitteln und um Länderspezifika zu bereinigen. Es ist eine naheliegende Überlegung, den Volkswirtschaften mit entwickelten Finanzmärkten und breiten Steuerbasen eine höhere Schuldentragfähigkeit zu bescheinigen als den Schwellenländern, in denen beide Aspekte noch unterentwickelt sind.

- **Crowding-Out-Effekte:** Sobald die Fiskalpolitik den Privatsektor unerwartet verdrängt, werden die Annahmen zu Wachstum und Zinsen in der Volkswirtschaft obsolet. Andererseits: Wird ein Privatisierungsprogramm aufgelegt, beispielsweise nach einer Verstaatlichung von Banken aufgrund einer Bankenkrise, transferiert der Staatssektor Vermögen in den Privatsektor und der crowding-out-Effekt schwächt sich ab, was wiederum das Wachstum und die Zinsen beeinflusst. Der crowding-out-Effekt ist entsprechend in den Prognosen in beide Richtungen zu berücksichtigen.

Die in den Prognosen zur externen und fiskalischen Tragfähigkeit gefundenen Optimalpunkte können zur Schuldentragfähigkeit transformiert werden, indem aus den Prognosen abgelesen wird, welche optimale externe und fiskalische Tragfähigkeit mit der Schuldentragfähigkeit kongruent ist. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass nicht ein Indikator allein die Schuldentragfähigkeit erfasst. Allein die Unterscheidung in Binnen- und Auslandsverschuldung führt bereits zu mehreren Indikatoren. Das Kapitel 2.1 hat die verschiedenen Ansätze dargestellt, mit denen versucht wurde, Überschuldungsgrenzwerte zu finden. Auch wenn alle dort dargestellten empirischen Studien zu Ergebnissen gekommen sind, ist doch insgesamt festzustellen, dass die Ermittlung von Überschuldungsgrenzwerten aufgrund von signifikanten Unsicherheiten und ungenügendem Zahlenmaterial kaum fruchtbar ist.

3.3. Marktversagen

In Zeiten von Finanzkrisen zeigt sich, dass die Finanzmärkte an mehreren Stellen auf besondere Art und Weise versagen. Selbst wenn eine Restrukturierung für Gläubiger und Schuldner vorteilhaft ist, sind Effekte zu beobachten, die eine geordnete und effiziente Restrukturierung signifikant erschweren. Ein Restrukturierungsregime sollte einerseits in der Lage sein, negative Externalitäten zu internalisieren, und andererseits ex ante bestehende Informationsdefizite versuchen auszugleichen.

Rush to the exits: Investoren haben einen starken Anreiz, ihr Kapital aus einem Schuldnerland abzuziehen, wenn es sich destabilisiert. Kommt es also zu einer Schuldenkrise, versuchen die Gläubiger in kürzester Zeit ihre Anleihebestände zu liquidieren, um ihre Verluste zu reduzieren, was zur Folge hat, dass die Anleihekurse deutlich sinken. Solange dies auf dem Sekundärmarkt verbleibt und der Souverän nicht als Käufer auftritt, sehen sich die Anleihebesitzer maßgeblichen Verlusten gegenüber. Sobald eine der Emissionstranchen fällig wird – bei einer Vielzahl an staatlichen Emissionen ist dies in kurzen zeitlichen Abständen der Fall – kann es vorkommen, dass die Investoren nicht willig sind, die fälligen Emissionstranchen in Neuemissionen zu tauschen, womit dann auch der Primärmarkt betroffen wird; eine Prolongation seiner Kredite bleibt dem Souverän somit verwehrt. Gleiches gilt für ausländische Interbankenkredite. Der Souverän ist innerhalb kürzester Zeit vom internationalen Finanzmarkt abgeschnitten, was dazu führt, dass sich die Schuldenkrise ungeordnet auch auf andere Teilmärkte ausbreitet. Gleichwohl kann ein Souverän zu Beginn des rush to the exits unilateral ein Moratorium erklären und damit sämtliche Zahlungen aussetzen. Es verbleibt ein Handel auf dem Sekundärmarkt ohne Beteiligung des Souveräns. Dort findet eine Reallokation des Kapitals statt, indem die risikoaversen Investoren Verluste realisieren und an risikofreudigere Investoren verkaufen. Ebenso ist jedoch auch vorstellbar, dass der Handel am Sekundärmarkt zum Erliegen kommt, weil sich keine Käufer für die Anleihen finden. Es wird also Aufgabe eines Restrukturierungsregimes sein, den Handel mit Anleihen an den internationalen Finanzmärkten aufrechtzuerhalten und zumindest ein gewisses Maß an Kurspflege zu betreiben.

Rush to the courthouse (grab race): Sobald ein unilaterales Moratorium vom Schuldner ausgesprochen wurde, damit es nicht zum rush to the exits kommt, sieht sich das Schuldnerland mit einer Klagewelle seiner Gläubiger konfrontiert. Da die Gläubiger nun gar nicht mehr in der Lage sind, auf dem Sekundärmarkt ihre Anleihen gegenüber dem Souverän zu liquidieren und auch fällige Emissionsreihen vom Souverän nicht zurückgenommen werden, sehen die Gläubiger keine andere Möglichkeit mehr, als mit einer Klage auf eine Zahlung zu hoffen. Gleichwohl bleibt die Möglichkeit, abzuwarten bis der Souverän seinen Schuldendienst wieder aufnimmt oder er ein Restrukturierungsangebot unterbreitet. Eine Klagewelle ist umso wahrscheinlicher, (a) je weniger die Gläubiger auf eine Wiederaufnahme des Schuldendienstes hoffen können, (b) je größer die Chance der Gläubiger ist, über einen gerichtlichen Vollstreckungstitel die Vermögenswerte des Souveräns verwerten zu können und (c) je niedriger die Wahrscheinlichkeit für ein Restrukturierungsangebot seitens des Schuldnerlandes ist. Obwohl in den Anleihebedingungen üblicherweise auf die Staatsimmunität in Teilen verzichtet wird, verbleibt die Drohung, die Staatssouveränität mittels exit consents wieder voll herzustellen. In dem Fall wird der weit überwiegende Teil der staatlichen Vermögenswerte immun gegen eine Verwertung. Auf das Konzept der exit consents wird weiter unten eingegangen.

Rush to default: Ein Schuldnerland hat durchaus den Anreiz, aus einem opportunistischen Grund heraus in den default zu gehen. Da Gläubiger unter Informationsdefiziten leiden, nur sehr eingeschränkten Zugriff auf Vermögenswerte des Staates haben und zugleich das Schuldnerland durch seine Staatssouveränität geschützt ist, kann es den Nutzen und die Kosten eines defaults miteinander vergleichen und sich strategisch für einen default entscheiden, obwohl er zahlungsfähig wäre. Um diesem Verhalten entgegenzuwirken, bietet es sich an, die Kosten eines defaults signifikant zu erhöhen. Dies kann gelingen, indem eine Restrukturierung nicht zu leicht und zu geordnet erfolgt und damit die Reputations- und Signalkosten steigen.

Informationsmängel: In einer Phase nach dem default (post-default-Phase) werden Auslandsschulden erst nach langwierigen Verhandlungen restrukturiert. Dies liegt insbesondere an den Unsicherheiten bei der Prognose der Schuldentragfähigkeit und

den sich ständig ändernden nationalen wie globalen Rahmenbedingungen. Damit wird die Berechnung eines haircuts deutlich erschwert.

Üblicherweise ist das zeitliche Verhandlungsfenster, das vom Markt offen gehalten wird, jedoch wesentlich kleiner als die tatsächlichen Verhandlungen andauern. Die Folge dieser Informationsmängel sind hohe Transaktionskosten. Um diese zu senken, können Institutionen wie der IWF, die Weltbank oder das Forum für Finanzmarktstabilität Informationen beschaffen, auswerten und verteilen sowie den Verhandlungsbeginn forcieren und Verhandlungen führen (vgl. Eichengreen/Portes 1995).

Holdout-Gläubiger: Sobald Restrukturierungen auf einstimmigem Verhalten der Gläubiger beruhen, ist es denkbar, dass (a) eine Minderheit an Gläubigern entweder aus Unwissenheit nicht an der Restrukturierung teilnehmen, (b) der Meinung sein können, dass ihr kleiner Anteil an der Gesamtschuld zu niedrig wäre als dass sie einen nennenswerten Einfluss hätten, oder (c) bewusst eine Restrukturierung torpedieren: Dieser Anreiz wird umso stärker ausgeprägt sein, je mehr dieser strategisch denkende (Holdout-)Gläubiger erwarten kann, über eine spätere Gerichtsklage die volle ausstehende Summe zugesprochen zu bekommen, während die Majorität der Gläubiger ein niedrigeres Angebot bereits akzeptiert hat. Es gibt hingegen eine Reihe von Indizien, dass das Holdout-Problem in der Praxis kein so großes Gewicht hat wie die Theorie es vermuten lässt:

(1) **Unilaterale Umtauschangebote:** Der Souverän braucht nicht anzustreben, die Anleihebedingungen zu ändern, was an der Einstimmigkeitsklausel und den Holdout-Gläubigern scheitern könnte. Stattdessen macht der Souverän ein Swapangebot und ersetzt die alte Anleihe gegen eine Neuemission. Somit kann die Mehrheit der Gläubiger das Angebot annehmen, was einer Restrukturierung gleich kommt. Es verbleiben die Holdout-Gläubiger, die in gesonderter Art und Weise befriedigt werden können oder ihre Anleihen im Portfolio bis zu deren Fälligkeit halten. Ob sie dann hingegen den Nominalwert ausbezahlt bekommen, darf bezweifelt werden. Sobald das Schuldnerland ex ante signalisiert, nur vorübergehend zahlungsunfähig zu sein, jedoch zu einem späteren Zeitpunkt zu pari zurückzahlt, schwindet ex ante die Zustimmung der Gläubiger zu einem Restrukturierungsangebot mit einem signifi-

kanten haircut. Insofern wird das Schuldnerland einen starken Anreiz haben, auch zum Fälligkeitstermin die Anleihetranche nicht zurückzubezahlen, selbst wenn es wirtschaftlich dazu in der Lage sein sollte.

- (2) **Exit consents:** Mit einfacher oder Zweidrittelmehrheit können Anleihebedingungen geändert werden, die nicht-finanzieller Natur sind. Damit kann die Anleihe für Holdout-Gläubiger unattraktiver werden, womit deren Zahl sinkt. Dafür kommen mehrere Klauseln in den Anleihebedingungen in Betracht: Verzicht auf Staatsimmunität, Verlegung des Gerichtsstandes, Delisting vom Sekundärmarkt oder Entfernung der Negativklärung (vgl. Buchheit/Gulati 2000 und Thimann/Wölfinger et.al. 2005). In einer Negativklausel verpflichtet sich ein Emittent, im Fall der weiteren Sicherheitenbestellung die mit einer Negativklausel versehene Anleihe nicht schlechter zu stellen als die Anleihen, denen die zusätzlichen Sicherheiten zugute kommen sollen. Eine Anleihe wird für Holdout-Gläubiger unattraktiver, wenn die Staatsimmunität wieder auflebt, der Gerichtsstand von einem internationalen Finanzplatz in das Schuldnerland verlegt, gleichzeitig ein Delisting erfolgt und die Negativklausel gestrichen werden. Damit sinkt der Anleihekurs, die Aussicht auf Klageerfolg schwindet und über die gestrichene Negativklausel kann die Anleihe in einen unbesicherten Zustand fallen. Die Holdout-Gläubiger erleben damit einen starken Anreiz, den Klageweg nicht zu beschreiten, denn selbst wenn das Gericht im Schuldnerland den Souverän zur Zahlung verurteilt, wird er sich auf seine Staatsimmunität berufen, sodass keine Vermögenswerte an die Gläubiger transferiert werden. Überdies führt das Delisting dazu, dass die Holdout-Gläubiger ihre Anleihe ex post nicht mehr auf dem Sekundärmarkt verkaufen können. Sie stellen sich dann besser, wenn sie ex ante das Restrukturierungsangebot des Schuldnerlandes annehmen.
- (3) **Zuckerbrot und Peitsche:** Der Souverän kann versuchen, seine Holdout-Gläubiger zur Annahme eines Restrukturierungsangebots zu bewegen, indem er mit Barzahlungen, Bereitstellung von Sicherheiten oder bevorzugter Bedienung lockt. Gleichzeitig droht er jedoch auch mit einem default, zukünftiger Aufnahme von CAC in die Anleihebedingungen und exit consents.

- (4) **Kostenintensiver Prozess:** Die Annahme, dass die Holdout-Gläubiger den Nominalwert zuzüglich Zinsen einklagen können, kann in der Praxis nicht gehalten werden. Roubini (2002, S. 328) vertritt die Meinung, dass die Holdout-Gläubiger in einem langwierigen, riskanten und teuren Prozess lediglich ein wenig mehr erhalten als den Marktwert der noch ausstehenden Anleihen. Es gibt zudem nur wenige Holdout-Gläubiger, die das nötige Wissen für eine Klage hätten, lange ausharren können und gleichzeitig risikobereit genug sind für einen Ertrag, der eventuell nur marginal über dem Marktwert der Anleihe liegt.
- (5) **Beziehungen:** Insbesondere große Institutionen unterhalten Beziehungen zum Schuldnerland, sei es als Avalgeber im Exportgeschäft oder als Emissionsbegleiter für deren Anleihen. Um diese Beziehungen nicht unnötig zu belasten und auch zukünftiges Geschäft zu akquirieren, haben sie keinen Anreiz, als Holdout-Gläubiger aufzutreten. Vielmehr haben sie den Anreiz, die anderen Gläubiger zu koordinieren, ihnen mit moralischen Appellen die Restrukturierung schmackhaft zu machen oder sie im Extremfall anderweitig zur Teilnahme an den Verhandlungen zu zwingen (vgl. Roubini 2002, S. 328).

3.4. Durchsetzbarkeit internationaler Kreditverträge

In der Verschuldungskrise der 80er Jahre wurde noch angenommen, dass der Schuldendienst eines souveränen Staates auf freiwilliger Basis erfolgt und Sanktionen bei Nichterfüllung nicht eindeutig durchsetzbar wären (vgl. Reinhardt 1990, S. 52-54). Ein Staat kann sich somit jederzeit auf seine Staatssouveränität zurückziehen und den Schuldendienst verweigern. In den Jahrzehnten darauf zeigte sich aber, dass es einem souveränen Staat nicht leicht fällt, sich seinem Schuldendienst zu entziehen. So befinden sich zu jeder Zeit verwertbare Aktiva im Ausland und sind damit nicht durch die Souveränität der Landesgrenzen geschützt. Daneben gelingt es einem souveränen Staat zwar üblicherweise, aber nicht mehr ausnahmslos, sich seinen Schuldnern zu entziehen (vgl. Sturzenegger/Zettelmeyer 2005b, S. 2).

Es ist die Frage zu untersuchen, inwiefern Anreize für das Schuldnerland bestehen, seine Kredite termingerecht zurückzubezahlen und welche Sanktionen andernfalls

drohen. Eine erste Antwort darauf liefert der Ansatz von Eaton/Gersovitz (1981): Sie nehmen an, dass die Gläubiger keine direkte Kontrolle über das Schuldnerland und deren Vermögen haben. Die einzige Retorsion ist die Verweigerung zukünftiger Kredite und damit ein permanenter Ausschluss vom Kreditmarkt. Sobald dies droht, so die Annahme weiter, wird ein Schuldner risikoavers, denn um sich gegen Produktionsschocks abzusichern ist die Auslandsverschuldung die einzige Möglichkeit. Da ein Schuldner diese Option auch für die Zukunft offen halten will, kommt er stets seinem Schuldendienst nach. Schuldnerländer gehen nicht das Risiko ein, von den Gläubigern permanent vom Kreditmarkt ausgeschlossen zu werden. Obwohl Schuldnerländer die Verschuldungsoption nicht aufgeben wollen, gibt es doch eine Maximalgrenze bis zu der sie den Schuldendienst leisten werden. Diese Grenze ist nach Eaton/Gersovitz umso höher, je risikoaverser das Schuldnerland ist und je größer die Varianz der Produktionsschocks ist. Kritisch gesehen wird an dieser Theorie zweierlei: (a) die Annahme, dass das Schuldnerland permanent ausgeschlossen werden kann vom Kapitalmarkt und (b) die Annahme, dass eine Auslandsverschuldung die einzige Möglichkeit für das Schuldnerland ist, Produktionsschocks zu überwinden. Sturzenegger/Zettelmeyer (2005b) antworten darauf: Ein Land kann gegen negative Produktionsschocks eine Versicherung abschließen, seine Produktion lagern oder Vermögen ins Ausland transferieren und im Produktionsschock zurückholen. Ein Versicherungsvertrag könnte den gleichen Finanzierungsstrom ins Schuldnerland lenken wie es andernfalls über die zusätzliche Auslandsverschuldung geschehen würde. Der Ausschluss vom Kreditmarkt wäre damit umgangen. Würde zudem der Versicherungsvertrag kapitalgedeckt ausgestaltet, erwirtschaftet das Schuldnerland Erträge daraus solange der Versicherungsfall nicht eintritt. In einem 2-Personen-Spiel argumentiert Kletzer (1994), dass sich beide Parteien mit der Vereinbarung besser stellen, die Kreditvergabe wieder aufzunehmen anstatt das Schuldnerland permanent vom Kreditmarkt auszuschließen. Wenn dies vom Schuldnerland antizipiert wird, ist die Drohung des Kreditmarktausschlusses unglaubwürdig. Eine weitere Antwort versucht Eaton (1996): Er entwickelte ein Modell mit unvollständiger Information über den Schuldnertyp: Schlechte Schuldner werden strategisch in den default gehen, wenn es für sie aus Kosten-Nutzen-Aspekten optimal ist. Gute Schuldner dagegen werden stets ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen. Kreditgeber ver-

suchen, diese beiden Schuldertypen zu unterscheiden, indem sie die Kredithistorie analysieren: Wenn sicher ist, dass der Schuldner fähig ist, seinem Schuldendienst nachzukommen, aber trotzdem in den default geht, ist er ein schlechter Schuldner. Dies würde zu einem Ausschluss vom Kreditmarkt führen. Wenn es unsicher ist, ob der Schuldner zahlungsfähig ist, zeigt ein default nicht automatisch einen schlechten Schuldner an, aber er ist es mit höherer Wahrscheinlichkeit, je unsicherer sich der Kreditmarkt über seine Zahlungsfähigkeit ist. Die Sanktion ist damit ein höherer Spread.

Ein fundamentales Charakteristikum von Staatsverschuldung ist das Fehlen von Vollstreckungsmechanismen analog einer Unternehmensverschuldung. Es ist nur mit der massiven Androhung von Sanktionen möglich, einen souveränen Staat dazu zu bringen, gegen seinen Willen den Schuldendienst zu leisten. Das Schuldnerland kann sich stets auf seine Staatssouveränität zurückziehen und damit den größten Teil der Vermögenspositionen und Einkommensströme vor der Verwertung schützen. Jedoch kann das Schuldnerland in seinen Anleihebedingungen Klauseln integrieren, die einen bedeutenden Einfluss auf mögliche Schuldenrestrukturierungen haben.

Vertragsklauseln sind formale Versprechen vom Schuldner gegenüber seinen Gläubigern. Sie definieren, was vom Schuldner während der Laufzeit der Schuldtitel erwartet werden kann. So zählen zu den obligatorischen Klauseln die Verpflichtung auf Rückzahlung des Nominalwertes eines Schuldtitels, die Zahlung von Zinsen und Kündigungsrechte des Schuldners zur vorzeitigen Rückzahlung der Obligationen. Daneben werden Klauseln integriert, die den Schuldner verpflichten, Informationen an die Gläubiger weiterzuleiten und die Anleihen an Finanzplätzen zu listen, die eine genügend hohe Marktliquidität sicherstellen. Zwei Klauseln finden sich üblicherweise in den Emissionsbedingungen, die Diskriminierungen eines einzelnen Gläubigers verhindern sollen: (a) Die Pari-passu-clause bedeutet in ihrer konventionellen Auslegung, dass während der Laufzeit der Anleihe keine anderen ungesicherten Anleihen mit Vorrang emittiert werden. Hiermit soll gewährleistet werden, dass die Anleihen im gleichen Rang mit anderen gegenwärtigen oder zukünftigen unbesicherten Anleihen stehen. Ende der 90er Jahre wurde dagegen in einer Reihe von Gerichtsentscheidungen die Pari-passu-clause weiter interpretiert: Jedem Gläubiger steht der gleiche Anteil einer

Schuldendienstzahlung zu. Da dies zu übermäßigen Problemen mit Holdout-Gläubigern führte, entstand seit 2000 eine neue Diskussion darüber, wie die Pari-passu-clause auszulegen sei. Inzwischen hat sich die konventionelle Interpretation wieder durchgesetzt. (b) Die Negative-pledge-clause stellt sicher, dass neue Anleihen nur dann mit Sicherheiten emittiert werden, wenn auch die Altgläubiger diese Sicherheiten erhalten. Auch hiermit soll gewährleistet werden, dass die Neu- und Altgläubiger gleichgestellt werden.

Wenn Vertragsbedingungen gebrochen werden, stehen den Gläubigern grundsätzliche Rechtsmittel zur Verfügung: So können Sicherheiten verwertet werden oder die gesamte ausstehende Schuld einschließlich Zinsen wird sofort fällig gestellt. Eine Besonderheit nimmt die cross-default-clause ein. Sie besagt, dass wenn eine andere Tranche des Schuldners aus irgendwelchen Gründen vorzeitig fällig gestellt wird, alle Tranchen, die die cross-default-clause enthalten, ebenfalls fällig gestellt werden.

Während die Klauseln eine notwendige Bedingung darstellen, ist es eine hinreichende Bedingung, dass bei einer Fälligestellung und Sicherheitenverwertung das Schuldnerland auf seine Souveränität verzichtet und sich der Jurisdiktion des Landes unterwirft, in dem die Anleihen emittiert wurden. Gleichfalls finden sich aber auch Klauseln, die die Verwertung von bestimmten Sicherheiten eindeutig ausschließen. So hat Argentinien die Währungsreserven der Zentralbank, die zur Besicherung des currency-boards notwendig waren, vertraglich als unpfändbar deklariert.

In Ergänzungsklauseln werden die Konditionen festgelegt, unter denen die Vertragsbedingungen geändert werden können. So sieht die US-amerikanische Jurisdiktion vor, dass eine einfache Mehrheit der Gläubiger ausreicht, um nicht-finanzielle Vertragsbedingungen zu ändern. Klauseln, die finanzieller Natur sind (Laufzeit, Zinsen, Nominalwert) können dagegen nur einstimmig geändert werden. Die britische Jurisdiktion sieht vor, dass Zahlungsbedingungen mit einer Mehrheit von 75% geändert werden können. So ergibt sich aus der Wahl des Finanzplatzes für eine Emission bereits ein grundsätzliches Vorgehen im Fall der Restrukturierung und der Durchsetzung der Gläubigerrechte.

Bei Anleihen besteht das Problem, dass das Gewicht bei der Durchsetzbarkeit des Vertrages zugunsten des Schuldnerlandes verschoben ist. Das Schuldnerland hat jederzeit die Möglichkeit, unilateral ein Zahlungsmoratorium zu erklären. Demgegenüber ist die Chance eines kleinen Anleihegläubigers auf gerichtlichen Zuspruch gering. Auch sind die Kosten eines Gerichtsverfahrens im Vergleich zu den Aussichten auf Erfolg zu hoch (vgl. Speyer 2003).

Entscheiden sich Gläubiger dennoch für den Klageweg vor einem Gericht im Schuldnerland, so ist zu berücksichtigen, dass Klagen eventuell vor diesen Gerichten nicht zugelassen werden. Gelangen sie doch vor Gericht und die Klage wird gewonnen, so ist der Vollstreckungstitel nur schwer durchsetzbar. Eine Vollstreckung ist zulässig, wenn eine schriftliche Einverständniserklärung des Schuldnerlandes vorliegt und die vorgesehenen pfändbaren Vermögensgegenstände rein kommerziellen Geschäftszwecken dienen. In das Vermögen von Staatsbetrieben ist die Vollstreckung möglich, Ausnahmen bilden diplomatische Missionen, Regierungsschiffe und sämtliches Vermögen der Streitkräfte. Nur eine ausdrückliche Verzichtserklärung des Schuldnerlandes macht die Vollstreckung in dieses besondere Vermögen möglich. Seitens des US-Rechts kommen zwei weitere Kriterien hinzu: Erstens hat nach der Urteilsverkündung eine gewisse Zeit zu vergehen und die Vollstreckung ist alsdann gerichtlich zu genehmigen. Üblicherweise hat das Schuldnerland dann genug Zeit gehabt, seine Auslandsaktiva in befreundete Staaten zu transferieren und sie damit vor dem Zugriff zu bewahren. Zweitens darf das US-Außenministerium keinen Einwand gegen die Vollstreckung erheben. Ein Veto wird immer dann erwartet, wenn Gefahren für das globale Finanz- und Währungssystem gesehen werden, die globale Finanzmarktstabilität also bedroht ist. Die Gefahren werden als gering eingestuft, wenn ein funktionierender Restrukturierungsprozess mit dem Schuldnerland erkennbar ist, der IWF vermittelt und die internationalen Kreditverträge und Anleihen wirksam und einklagbar bleiben. Zumeist stehen jedoch die pfändbaren Aktiva des Schuldnerlandes in keinem Verhältnis zu seiner Auslandsverschuldung und eine Vollstreckung zieht diplomatische Verwicklungen nach sich (vgl. Reinhardt 1990, S. 54-58).

Alternativ kann vor Gerichten des Gläubigerlandes bzw. am Emissionsort der Anleihen Klage erhoben werden. Allerdings sind diese Gerichte nicht befugt, das Rechtssystem eines anderen Staates zum Gegenstand ihrer eigenen Rechtssprechung zu machen. Um dieses Problem zu umgehen, werden in internationalen Kreditverträgen und Anleihebedingungen Gerichtsstand, zugrundeliegendes Recht, Erfüllungsort und der Verzicht auf die Staatssouveränität festgelegt. Diese sind jedoch mit einfacher oder qualifizierter Mehrheit leicht änderbar.

Wenn sich Gläubiger nicht für den Klageweg entscheiden, beginnen sie Restrukturierungsverhandlungen. Um sich im Vorfeld eine günstige Verhandlungsposition zu sichern, drohen Gläubiger mit dem Ausschluss von den Welthandels- und -finanzmärkten oder der Pfändung ausländischer Aktiva wie Bankguthaben, Schiffen, Flugzeugen und Rohstoffe, die sich gerade außerhalb des Herrschaftsgebietes des Schuldnerlande befinden. Gläubigerregierungen greifen dagegen nicht direkt in die Restrukturierungsverhandlungen zwischen Gläubigerbanken, Anleihegläubigern und Schuldnerland ein. Sie setzen im Vorfeld Anreize für das Schuldnerland, indem sie einen verbesserten Zugang zu ihren Märkten, neue bilaterale Kredite, Aufgabe von Blockadehaltungen, Industrieansiedlungen oder währungspolitisches Entgegenkommen anbieten (vgl. Rybak 2001 und Koch/Hulverscheidt 2001).

3.5. Aufbringungs- und Transferproblem

Nach der Schuldenkrise in den 80er Jahren begann die einschlägige Literatur damit, die Probleme externer Verschuldung genauer zu untersuchen. Eine Reihe von Autoren (vgl. Sachs 1988, Edwards/Larrain 1989, Williamson 1990, Cooper 1992, Fry 1992, Dooley 1995, Cassard/Folkerts-Landau 1997 und IMF 1998) haben untersucht, mit welchen Instrumenten es einem Schuldnerland gelingen kann, einen kontinuierlichen und berechenbaren Zufluss an Devisen zu generieren, um den Schuldendienst in Fremdwährung leisten zu können. Die Autoren haben dabei herausgefunden, dass sich das Schuldnerland den drei zusammenhängenden Problemen der Aufbringung, des Transfers und der Akzeptanz der Kapitalflüsse gegenüberstellt. Eine Restrukturierung hat also sicherzustellen, dass diese Probleme abgemildert oder überwunden werden können.

Eine Schuldnerregierung hat sich in die Lage zu versetzen, mittels Steuereinnahmen und Handelsbilanzüberschüssen das nötige Kapital für den Schuldendienst aufzubringen. Somit ist die Schuldendienstfähigkeit determiniert von Wachstumsaussichten, Minimallebensstandard, funktionierendem Steuersystem und fiskalischen Überschüssen im Schuldnerland. Problematisch in Schwellenländern ist deren niedrige Sparquote: Einerseits sind daraus nur wenige Investitionen finanzierbar (Sparlücke), andererseits wenige Steuereinnahmen generierbar. Das Bankensystem ist unterentwickelt, sodass es seine Funktion als Finanzintermediär noch nicht in dem Ausmaß erfüllt, wie es in entwickelten Volkswirtschaften der Fall ist. Investitionen der Unternehmen erfolgen eher aus einbehaltenen Gewinnen und Bankkrediten als über Anleihen. Insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen haben keinen Zugang zum Kapitalmarkt und ihre Investitionsprojekte übersteigen die einbehaltenen Gewinne, sodass sie ihre Wachstumspotenziale nicht voll ausschöpfen können und damit auch die diesbezüglichen Steuerbasen niedrig bleiben. Steuererhöhungen sind darüber hinaus aufgrund der geringen Belastbarkeit der Bevölkerung und der negativen Wachstumseffekte kaum möglich. Auch herrschen Schattenwirtschaft und Korruption, sodass Steuern nicht im Staatsbudget ankommen. Staatliche Investitionen über Kreditschöpfung bei der heimischen Zentralbank führen zu Inflation und ökonomischen Verzerrungen mit der Folge, dass über die Entwertung der Sparguthaben und Kassenbestände die Bevölkerung real auf Konsum verzichtet. Problematisch wird darüber hinaus die Abwertung der heimischen Währung.

Der zuvor in heimischer Währung aufgebrachte Schuldendienst wird sodann in Fremdwährung konvertiert und real transferiert. Um die Schuldendienstfähigkeit aufrechtzuerhalten sind Devisen notwendig, die entweder durch steigende Exporte oder sinkende Importe akquiriert werden (Devisenlücke). Steigen die Exportvolumina, sinken die Weltmarktpreise. Gleichzeitig sinken die Devisenzuflüsse unter der Annahme gleichbleibender Weltnachfrage. Rohstoffreiche Länder verhindern dies, indem sie über Finanztransfers von Industrieländern ihre Rohstoffproduktion einschränken und höhere Preise am Weltmarkt durchsetzen. Damit gewinnen sie Zeit, um eine diversifizierte Exportstruktur aufzubauen. Da der Schuldendiensttransfer vom Schuldner- hin ins Gläubigerland die dortige Kaufkraft erhöht, steigt somit wiederum die effektive

Nachfrage nach Gütern aus den Schuldnerländern. Mit deren Bezahlung findet ein Finanztransfer von den Gläubigerländern wieder zurück in die Schuldnerländer statt. Der Transferkreislauf setzt sich somit fort.

Um das Aufbringungs- und Transferproblem der Schuldnerländer abzumildern, sind Handelsbilanzdefizite in den Industrienationen zu akzeptieren. Dagegen verweigern sich die Industrieländer, indem sie protektionistische Maßnahmen, nicht-tarifäre Handelshemmnisse und öffentliche Subventionen aufbauen. Gleichzeitig aber entwerten sie die Auslandsforderungen ihrer Banken, verringern die Schuldendienstfähigkeit und beschneiden die Wachstumspotenziale der Schuldnerländer. Die Welthandelsstrukturen werden verzerrt, sodass ein langfristig stabiler Ressourcentransfer von den Industrie- zu den Schwellenländern deutlich erschwert wird.

Die Aufbringung des Schuldendienstes in heimischer Währung und der Umtausch in Devisen sind bedeutende Probleme für die Schuldnerländer. Ein Restrukturierungsprozess hat dies entsprechend zu berücksichtigen, indem beispielsweise Kreditlaufzeiten verlängert, Schulden erlassen oder Zins- und Tilgungsraten gesenkt werden. Abweichend vom statischen Punkt der Restrukturierungsverhandlungen ist ein andauernendes aktives Schuldenmanagement in der Lage, das Transferproblem abzumildern, indem es dafür sorgen kann, dass alle Laufzeiten mit Schuldeninstrumenten besetzt werden. Eine detaillierte Auseinandersetzung mit den Strategien und Zielen eines aktiven Schuldenmanagements erfolgt im entsprechenden Kapitel weiter unten.

Die genannten Probleme können jedoch abgemildert werden, indem das Schuldnerland makroökonomische Reformen durchführt, die folgende Aspekte in geeigneter Weise berücksichtigen.

(1) Entwicklung des heimischen Kapitalmarktes: Je besser der heimische Kapitalmarkt entwickelt ist, desto mehr kann sich eine Regierung bei ihrer eigenen Bevölkerung verschulden – Auslandsverschuldung wird damit unbedeutender. Länder, die noch keinen gut entwickelten Kapitalmarkt haben, sind weiterhin auf Auslandsverschuldung angewiesen.

- (2) **Management von Fremdwährungsschulden:** Indem Kapitalverkehrskontrollen sukzessive abgebaut, Handels-, Kapital- und Zahlungsverkehrssysteme liberalisiert und internationale Kapitalzuflüsse ins Land gelockt werden, kann zumindest das Transfer- und Akzeptanzproblem abgemildert werden. Dies geht jedoch einher mit steigenden Wechselkurs-, Zins- und Kapitalflussvolatilitäten.
- (3) **Beständige Bindung an makroökonomische Stabilität:** Als Vorbild dienen die entwickelten Länder. Dort besteht ein impliziter Sozialvertrag, der hohe Inflationsraten zu verhindern sucht. Andernfalls wird eine Regierung demokratisch abgewählt, bevor zu hoher Schaden aus der zu hohen Inflation entsteht. Schlüsselemente sind dabei eine Zentralbankautonomie und deren klare Zielausrichtung sowie flexible Wechselkurse. Ergänzend soll hier das aktive Schuldenmanagement angeführt werden.
- (4) **Langfristig stabiles politisches System:** Die entwickelten Länder haben ein politisches Regime, das gewährleistet, dass trotz neuer Regierung nur marginale Änderungen in den makroökonomischen Rahmenbedingungen zu erwarten sind. Es ist unrealistisch, zu glauben, dass Wirtschaftspolitiker eine nachhaltige ökonomische und finanzielle Stabilität erreichen können ohne ein stabiles politisches System.

3.6. Das Beispiel Argentinien

Argentinien restrukturierte zwischen 2002 und 2005 nach einer Finanzkrise seine Auslandsverschuldung und ist ein geeignetes Beispiel, um die Schwächen im Status Quo der Restrukturierung von Auslandsverschuldung offen zu legen: Nach einer Verzögerung von mehr als 3 Jahren nach dem default Argentiniens wurden Mitte 2005 die Auslandsschulden Argentiniens von rund 100 Mrd. US-Dollar restrukturiert.

In den Jahren der Hyperinflation implementierte Argentinien 1990 ein currency-board mit einer 1:1 Parität zum US-Dollar und war damit das größte Land der Welt, das ein Currency Board eingeführt hatte. Die Inflation wurde damit erfolgreich und rasch bekämpft, die Ökonomie wuchs zu Beginn der 90er Jahre. Mit zunehmender Dollarstärke gegenüber dem Euro und Abwertungen der Währungen der wichtigsten Handelspartner Brasilien und Mexiko wurde es für Argentinien immer schwieriger, die Parität

aufrechtzuerhalten. Im Dezember 2001 erklärte sich Argentinien als zahlungsunfähig und gab die Parität auf: Der argentinische Peso verlor daraufhin rund 2/3 seines Wertes gegenüber dem US-Dollar. Argentinien fiel in rechtsstaatliches Chaos und die Wirtschaft versank in der Rezession mit einer Arbeitslosigkeit von bis zu 20%; rund 50% der argentinischen Bevölkerung rutschte unter die Armutsgrenze.

Da die Krise Argentinien nicht überraschend kam, hatte der IWF im Jahr 2002 einen abstrakten Ansatz zur Restrukturierung von Staatsverschuldung vorbereitet. Dieser formalisierte Ansatz sollte den IWF in das Zentrum von Staatsschulden-Restrukturierungen rücken. Sowohl von Gläubigervereinigungen wie dem Pariser und Londoner Club als auch großen Einzelgläubigern und der US-Regierung wurde der Ansatz stark kritisiert. Nach einer wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Ansatz wurde der Vorschlag nicht weiter verfolgt (vgl. Porzecanski 2003). Somit blieb für Argentinien nur noch der Weg, über Verhandlungen seine Verschuldung zu restrukturieren. Dabei trat eine Reihe von Problemen auf.

Eines der ersten Probleme bestand darin, die Verschuldung Argentinien festzusetzen, die Eingang in Restrukturierungsverhandlungen finden sollte. Die nachfolgenden Aufstellungen zeigen, wie sich die Verschuldung zusammensetzte und welche Unterschiede es in ihrer Abgrenzung gab.

in Mrd. US-\$	2000Q4	2001Q4	2002Q4	2003Q4	2004Q4	2005Q4	2006Q4
Kredite von internationalen Banken an Staat	34,78	34,03	25,43	18,64	13,2	11,16	10,76
Gesamtbestand bilaterale Kredite	1,89	1,59	1,64	1,83	0	0	0
Gesamtbestand multilaterale Kredite	21,23	31,86	31,05	31,79	30,82	34,97	15,03
Gesamtbestand internationaler Anleihen (Staat)	91,01	93,21	93,42	96,22	94,43	61,12	64,23
Gesamtbestand Brady Bonds	10,8	6,85	6,85	6,85	5,49	0,49	0,49
Summe	159,71	167,54	158,39	155,33	143,94	107,74	90,51

Tabelle 3: Gesamtverschuldung Argentinien

Quelle: Joint External Debt Hub (JEDH)

Aus dem statistisch erfassten Zahlenmaterial der Bank für Internationalen Zahlungsverkehr (BIZ), der OECD, des IWF und der Weltbankgruppe wird das Joint External Debt Hub (JEDH) zusammengestellt. Demnach hat Argentinien eine Gesamtverschuldung im IV. Quartal 2004 – kurz vor Beginn der Verhandlungen – von 143,94 Mrd. US-Dollar. Gleichwohl sind davon nur die internationalen Anleihen des Staates, die Kredite der internationalen Banken an den Staat und die bilateralen Kredite mit

einer Summe von 107,63 Mrd. US-Dollar zu restrukturieren. Zu addieren sind noch fällige Zinsen, die seit dem Ausrufen des default vom Dezember 2001 nicht gezahlt wurden – dieses Zahlenmaterial liefert das JEDH hingegen nicht. Der Gesamtbestand multilateraler Kredite ist nicht zu restrukturieren, weil die Finanzinstitutionen wie der IWF und die Weltbankgruppe bevorrechtigte Gläubiger sind und deshalb ihre gegebenen Kredite stets zum Nominalwert einschließlich Zinsen zurückerhalten. Die Verschuldung in Brady-Bonds wurde von Argentinien planmäßig bedient. Argentinien begann damit, zuerst den Gesamtbestand der Anleihen zu restrukturieren, was nach dem JEDH im IV. Quartal 2004 eine Summe von 94,43 Mrd. US-Dollar ausmachte.

in Mrd. US-\$	2001Q4	2002Q4	2003Q4	2004Q4
Gesamtbestand bilaterale Kredite	4,5	4,9	6,5	6,6
Gesamtbestand multilaterale Kredite	31,6	30,8	31,0	29,4
Gesamtbestand Anleihen	42,3	98,4	134,2	149,6
Sonstige Verbindlichkeiten	88,7	18,5	13,1	15,8
Summe	167,1	152,6	184,8	201,4
davon:				
performing	167,1	60,2	78,5	83,4
non-performing	0,0	92,4	106,3	118,0

Tabelle 4: Gesamtverschuldung Argentiniens

Quelle: IMF Country Report No. 05/236

Im Rahmen der Artikel IV Konsultationen erstellte der IWF im Juli 2005 einen Staff Report (vgl. IMF 2005d). Der Staff Report enthält neben einer Länderanalyse und Zukunftsprojektionen auch die Verschuldungssituation Argentiniens. Das zusammengestellte Datenmaterial ergibt sich aus dem Datenbestand, den Argentinien dem IWF-Team bereitgestellt hatte. Demnach hatte Argentinien eine Gesamtverschuldung im IV. Quartal 2004 von 201,4 Mrd. US-Dollar, wovon 118,0 Mrd. US-Dollar notleidend und als restrukturierbar zu deklarieren waren. Gleichfalls geht aus dem Staff Report hervor, dass Argentinien lediglich rund 82,0 Mrd. US-Dollar restrukturieren wollte.

in Mrd. US-\$	2004Q2
Gesamtbestand bilaterale Kredite	4,8
Gesamtbestand multilaterale Kredite	32,7
Gesamtbestand Anleihen	81,2
auf Anleihen fällige Zinsen	22,9
Sonstige Verbindlichkeiten	53,9
Summe	195,5
davon:	
performing	91,4
non-performing	104,1

Tabelle 5: Gesamtverschuldung Argentiniens

Quelle: Hornbeck (2004)

Der US-Kongress gab 2004 ein Kurzgutachten zur Verschuldungssituation und Strategie Argentiniens in Auftrag, das ihm Mitte 2004 vorlag. Darin findet sich – auf Basis von Zahlenmaterial der argentinischen Regierung und der Investmentbank Credit Suisse First Boston – eine Gesamtverschuldung für Mitte 2004 von 195,5 Mrd. US-Dollar. Hiervon wären 104,1 Mrd. US-Dollar notleidend. Der Bestand an zu restrukturierenden Anleihen wird auf 81,2 Mrd. US-Dollar und die sich im Verzug befindlichen Zinsen auf 22,9 Mrd. US-Dollar beziffert, woraus sich Mitte 2004 ein Restrukturierungsvolumen von 104,1 Mrd. US-Dollar ergibt.

Während der IWF 118,0 Mrd. US-Dollar, das JEDH 107,63 Mrd. US-Dollar und Hornbeck (2004) 104,1 Mrd. US-Dollar als notleidend deklarieren, wollte Argentinien lediglich rund 82,0 Mrd. US-Dollar restrukturieren. Der Versuch einer Erklärung dieser Differenzen fokussiert auf voneinander abweichende Definitionen der verschiedenen Quellen. So bemüht sich das JEDH darum, aus 4 verschiedenen Quellen (OECD, BIZ, IWF und WB) deren jeweilige Definitionen anzugleichen – hat doch jedes Land eine spezifische Definition seiner handelbaren und nicht-handelbaren Anleihen, Schulden der über- und untergeordneten Gebietskörperschaften und garantierten Schulden für mehrheitlich staatseigene Betriebe. Die Differenzen können sich auch aus statistischen Ungenauigkeiten ergeben, wenn zum Zeitpunkt der Sichtung des Zahlenmaterials dieses noch nicht in der abschließenden Statistik mit allen Revisionen vorliegt. Gleichfalls ist vorstellbar, dass die argentinische Regierung aufgrund des rechtsstaatlichen Chaos in den Jahren 2001 bis 2005 selbst keinen gesicherten Überblick über seine Gesamtverschuldung hatte.

Die argentinische Regierung hatte im Vorfeld die Schuldenklassen definiert, die sie restrukturieren wollte – alle übrigen Verbindlichkeiten blieben in ihrer ursprünglichen Form bestehen oder wurden auf anderen Wegen restrukturiert bzw. bedient: Es ergab sich eine Restrukturierungsquote von rund 40% der Gesamtschuld. Schon hier wird klar, dass es Verhandlungen darüber geben muss, welche weiteren Schuldenklassen aus Sicht der Gläubiger Eingang in die Verhandlungen finden oder welche außen vor bleiben sollten. Argentinien dagegen ließ sich auf diesbezügliche Forderungen der Gläubiger nicht ein und unterbreitete ein Angebot auf der Basis take-it-or-leave-it. Jeder

einzelne der vorgenannten Schritte ist mit einem zeitlichen Aufwand verbunden, was die Verhandlungen unnötig verzögert. Ein einheitlicher Rahmen für Definitionen, valides Zahlenmaterial und anerkannte Berechnungsmethoden zur Ermittlung der Gesamtverschuldung sind hier anzuführen, um Verzögerungen zu minimieren.

Hier soll einem Ansatz der Autoren Dhillon, Garcia-Fronti et.al. (2006) gefolgt werden, die 2003 einen Bestand an Verbindlichkeiten von 182 Mrd. US-Dollar konstatieren, wovon 81 Mrd. US-Dollar bevorrechtigten Gläubigern vorbehalten und rund 101 Mrd. US-Dollar einschließlich fälliger Zinsen gegenüber privaten Gläubigern offen sind. Dies entspricht 140% des BIPs Argentiniens 2003. Die Autoren nehmen weiter Realzinsen von 10,5% an, die sie aus dem EMBI zu der Zeit errechnen und um die Inflation von rund 2,5% bereinigen. Als jährlicher Zinsdienst fließen an die bevorrechtigten Gläubiger 2,8 Mrd. US-Dollar und 10,6 Mrd. US-Dollar an die Privatgläubiger, zusammen also rund 13,4 Mrd. US-Dollar. Dies entspricht einem Primärüberschuss von 10% des argentinischen BIPs und wird als nicht tragfähig für Argentinien angesehen, sodass ein haircut damit unausweichlich wird.

Argentinien stellte daraufhin in Dubai (September 2003) den Vertretern des IWF und der Weltbank folgende Strategie vor:

1. Es sollten höchstens 3% des BIP für den Schuldendienst aufgewendet werden.
2. Der Zinsdienst sollte aus einem Primärüberschuss des Haushaltes und nicht über weitere Schuldenaufnahme erbracht werden.
3. Die bevorrechtigten Gläubiger sollten voll für die Peso-Abwertung kompensiert werden.

Die Zahlungsmatrix für den Zinsdienst sieht demnach folgendermaßen aus:

Dubai Offerte 2003	ausstehende Schuld in Mrd. US-\$	Zinsdienst 10,5% in Mrd. US-\$	tragfähig 3% des BIP in Mrd. US-\$	haircut
Gesamtschulden	182,0		3,9	
davon:				
bevorrechtigte Gläubiger	81,0		2,8	0%
private Gläubiger mit fälligen Zinsen	101,0	10,6	1,1	90%
alternativ:				
private Gläubiger ohne fällige Zinsen	81,0	8,5	1,1	87%

Tabelle 6: Tragfähigkeit der argentinischen Verschuldung (Dubai Offerte)

Quelle: Dhillon/Garcia-Fronti et.al. (2006)

Für den Zinsdienst stehen 3,9 Mrd. US-Dollar bereit, was einem Primärüberschuss des Haushalts von 3% des BIPs entspricht. Diese werden verteilt auf die bevorrechtigten (2,8 Mrd. US-Dollar = 2,2%) und privaten Gläubiger (1,1 Mrd. US-Dollar = 0,8%). Während die bevorrechtigten Gläubiger keinen haircut zu erwarten haben, sind die privaten Gläubiger mit einem haircut von bis zu 90% auf den Zinsdienst konfrontiert. Dies entsprach für Argentinien einer tragfähigen Strategie, da zu befürchten stand, dass Argentinien bei höherem Zinsdienst alsbald wieder in den default zurückfällt. Hier zeigt sich ein weiteres Defizit im derzeitigen Restrukturierungsregime: Die Schuldendienst-tragfähigkeit wird nach einer Daumenregel ermittelt und nicht auf Basis von analytischen Methoden.

Anfang 2005 machte Argentinien ein Angebot, das einen haircut von nur noch rund 63% vorsah und begründete dies mit einem überraschend gestiegenem Wirtschaftswachstum der vergangenen 2 Jahre. Gleichfalls sank auch der EMBI, bereinigt um die Inflation (2,5%), auf 5,5%. Statt 1,1 Mrd. US-Dollar aus der Dubai-Offerte für die Privatgläubiger korrespondieren mit einem 3%-igen Primärüberschuss nun 1,65 Mrd. US-Dollar für die Privatgläubiger. Alle Privatgläubiger zusammen erhalten damit rund 550 Mio. US-Dollar mehr als noch 2 Jahre zuvor.

Buenos Aires Offerte 2005	ausstehende Schuld in Mrd. US-\$	Zinsdienst 5,5% in Mrd. US-\$	tragfähig 3% des BIP in Mrd. US-\$	haircut
private Gläubiger mit fälligen Zinsen	101,0	5,56	1,65	70%
private Gläubiger ohne fällige Zinsen	81,0	4,46	1,65	63%

Tabelle 7: Tragfähigkeit der argentinischen Verschuldung (Buenos Aires Offerte)

Quelle: Dhillon/Garcia-Fronti et.al. (2006)

Hieraus wird ersichtlich, dass es durchaus effizient ist, die Verhandlungen zu verzögern, um einen höheren Zinsdienst leisten zu können. Somit haben sowohl das Schuldnerland als auch die Gläubiger einen Anreiz, die Verhandlungen zu verzögern. Aus Gläubigersicht könnte eine optimale Verzögerung wie in Abbildung 4 aussehen: Mit zunehmendem BIP und abnehmendem haircut findet sich auf der Zeitachse ein Optimalpunkt. Je länger die Gläubiger warten, desto geringer ist der haircut, den sie zu tragen haben, weil das BIP zwischenzeitlich so stark gestiegen ist, dass die Schuldendienste wieder tragbar werden.

Je später das Schuldnerland mit dem Schuldendienst beginnt, desto höher ist bereits das BIP gestiegen und es fällt relativ leichter, den Schuldendienst aufzubringen. In der Zeit des Moratoriums stehen zudem finanzielle Mittel für die Wirtschaftspolitik bereit, die eigentlich für den Schuldendienst vorgesehen waren und nun nicht geleistet werden. Dies gibt einen zusätzlichen Wachstumsschub für die Volkswirtschaft. Verfolgt das Schuldnerland hingegen das Ziel, einen möglichst hohen haircut zu erwirken und danach von den BIP-Wachstumsraten allein zu profitieren (Opportunitätsnutzen), sollte es mit den Verhandlungen sofort beginnen und diese nicht verzögern. Dies ist in Abbildung 5 dargestellt: Spätestens an dem Zeitpunkt, an dem kein weiterer Opportunitätsnutzen generierbar ist, sollte der Schuldendienst wieder aufgenommen werden.

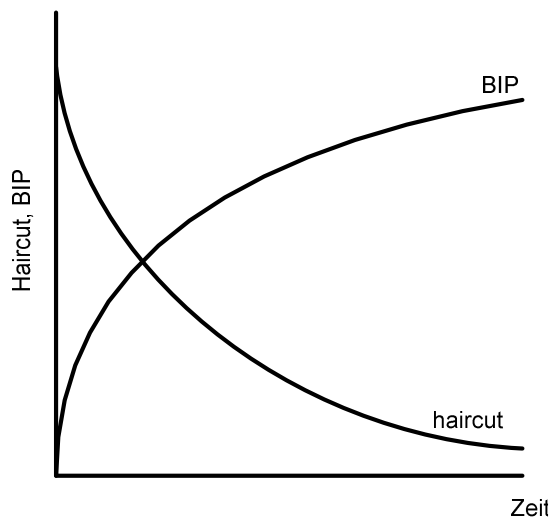


Abbildung 4: Optimale Verzögerung
Quelle: eigene Darstellung

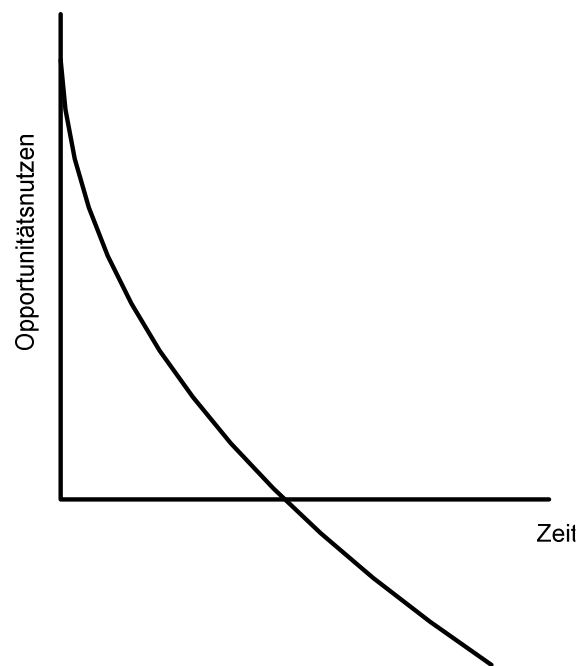


Abbildung 5: Opportunitätsnutzen von Verzögerungen
Quelle: eigene Darstellung

Die Autoren versuchen, die Größe der Verteilungsmasse zu schätzen. Dazu vergleichen sie das argentinische Angebot aus Dubai 2003 mit der Antwort der Gläubigervereinigung Argentine Bondholders' Committee (ABC). Während Argentinien rund 25% der ausstehenden Schuld zurückzahlen will, fordert das ABC rund 60%. Daraus wird ersichtlich, dass Gläubiger und Schuldnerland eine unterschiedliche Einschätzung der tragfähigen Schuldenbelastung haben. Während Argentinien eine Schuldendienstbelastung von 3% des BIPs als tragfähig annimmt, geht das ABC von über 6% des BIPs aus. Wünschenswert wäre hier eine übergeordnete Instanz, die als Ratgeber, Mediator oder Supervisor beide Seiten mit Informationen versorgt, sodass die Prognosen zur Schulden Tragfähigkeit dichter beieinanderliegen können. Gleichwohl liegt es im Interesse der Gläubiger, eine höhere Schulden Tragfähigkeit anzunehmen als der Schuldner es prognostiziert. Daraus ergibt sich für 2004 eine neue Zahlungsmatrix:

	Gläubiger in %	gemessen am BIP 2004		haircut	notwendiger Primärüber- schuss in % des BIP
		in %	in Mrd. US-\$		
Verteilungsmasse	100	2,6	3,9	10%	4,4
Buenos Aires Offerte	47	1,1	1,7	63%	2,9
bedingungsloses Verhandlungsergebnis	50	1,3	2,0	55%	3,1
Verhandlungsergebnis mit Vorreiterbonus	46	1,2	1,9	59%	3,0
Tragfähigkeit	45	1,2	1,8	60%	3,0

Tabelle 8: Verhandlungsmasse für die Gläubiger

Quelle: Dhillon/Garcia-Fronti et.al. (2006)

Da 2004 das argentinische BIP bereits deutlich gestiegen war, wurde auch die Verteilungsmasse größer. Aus dem tragfähigen Zinsdienst der Dubai Offerte von 3% des BIPs wurden deshalb inzwischen nur noch 2,6% des BIPs, was immer noch den 3,9 Mrd. US-Dollar und einem notwendigen Primärüberschuss von 4,4% des BIPs entsprach. Würde die gesamte Verteilungsmasse komplett an die privaten Gläubiger gezahlt, hätten diese nur einen haircut von 10% zu tragen.

Die Analyse der Verhandlungsergebnisse lässt sich mit dem Merlo/Wilson Modell (1998) nachvollziehen: Argentinien ist Spieler 1 und das ABC Spieler 2. Als Diskont-rate wird 4% angenommen. Es wird eine 50%-ige Wahrscheinlichkeit für Wirtschaftswachstum angenommen und beide Spieler sind mit gleicher Wahrscheinlichkeit Antragsteller der Verhandlungen. Die Verteilungsmasse beträgt in der ersten Periode 2,56% des BIPs 2004 (= 4 Mrd. US-Dollar).

- **Bedingungsloses Verhandlungsergebnis:** Wenn ex ante von einem Vorreiterbonus abstrahiert wird und angenommen wird, dass beide Parteien mit gleicher Wahrscheinlichkeit einen Antrag auf Verhandlungen stellen, teilen sich beide Parteien 50% der Verteilungsmasse. Argentinien zahlt seine 50% komplett an die bevorrechtigten Gläubiger aus. Die privaten Gläubiger erhalten demnach 1,3% des BIPs bzw. 2,0 Mrd. US-Dollar an Zinsdienst, was einem haircut von 55% entspricht.
- **Verhandlungsergebnis mit Vorreiterbonus:** Da die argentinische Regierung den Antrag auf Verhandlungen zuerst gestellt hat, gewinnt es einen Vorteil dadurch. Das Modell geht weiter davon aus, dass die Verhandlungen erst abgeschlossen werden, wenn sich die Verteilungsmasse deutlich vergrößert hat. Damit kommt es zur Zahlung von 1,85 Mrd. US-Dollar. Der verhandlungstaktische Nachteil für das

ABC, nur auf das argentinische Angebot reagieren zu können, beträgt 4 %-Punkte. Damit wird der Verteilungskuchen nicht mehr 50:50 geteilt, sondern im Verhältnis 54:46 zugunsten Argentiniens – der von den Gläubigern zu tragende haircut beträgt dadurch 59%. Dies ist hingegen ein niedrigerer haircut als die Buenos Aires Offerte – die Gläubiger stellen sich also mit Verhandlungen besser als mit der Annahme der Buenos Aires Offerte.

Grafisch sind die Zusammenhänge folgendermaßen darzustellen:

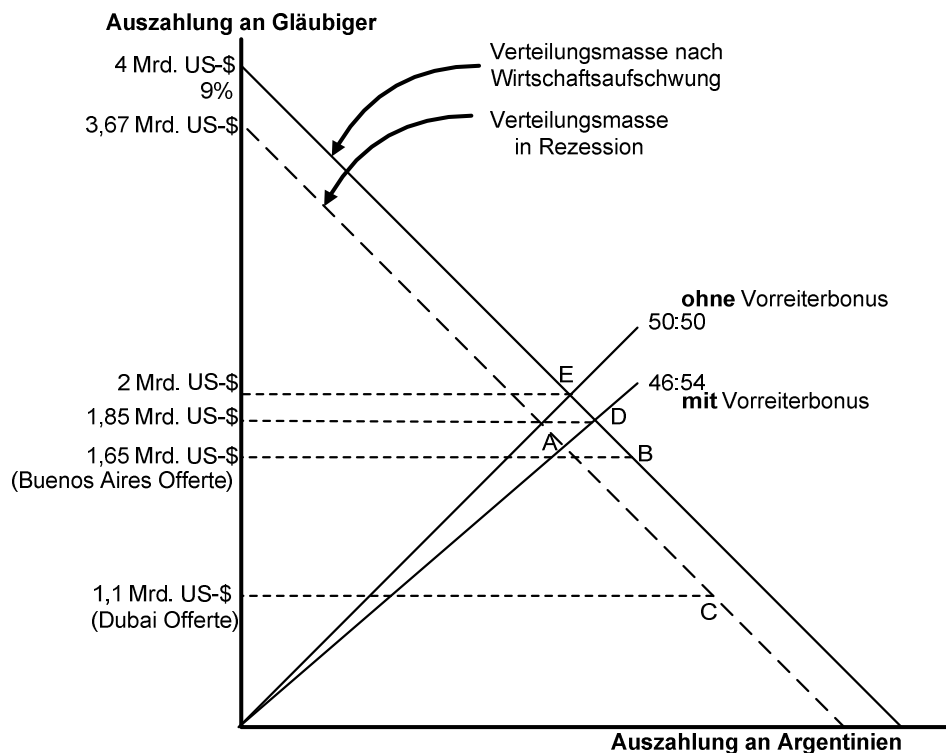


Abbildung 6: Auszahlungen Argentiniens an seine Gläubiger

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Dhillon/Garcia-Fronti et.al. (2006)

Die Verteilungsmasse wird über Verhandlungen zwischen den Gläubigern und Argentinien aufgeteilt – dargestellt als eine sinkende 45°-Linie, beginnend bei 3,67 bzw. 4,0 Mrd. US-Dollar. Zwischen der Dubai und der Buenos Aires Offerte konnte Argentinien einen Wirtschaftsaufschwung von real 9% erreichen, was sich in den beiden Geraden widerspiegelt: Die Verteilungsmasse wächst von 3,67 Mrd. US-Dollar auf 4,0 Mrd. US-Dollar. Wenn von keinem der beiden Parteien die Verhandlungen initiiert werden, kann sich keiner den Vorteil des Vorreiters sichern und die Verteilungsmasse wird 50:50 auf-

geteilt. Kann sich Argentinien den Vorreiterbonus sichern, erhält es 4%-Punkte mehr; das ABC entsprechend 4%-Punkte weniger.

- **Punkt A:** Argentinien beginnt die Verhandlungen und kann für sich einen Vorteil von 4%-Punkten generieren.
- **Punkt B:** Mit steigendem BIP-Wachstum und damit größerer Verteilungsmasse steigen die Auszahlungen an die Gläubiger nicht und Argentinien behält aus der Buenos Aires Offerte den gesamten Zuwachs. Zur Erinnerung: Sowohl die Dubai- als auch die Buenos Aires-Offerten sind auf einer take-it-or-leave-it-Basis und damit nicht verhandelbar.
- **Punkt C:** Aus der Dubai Offerte erhalten die Gläubiger lediglich 1,1 Mrd. US-Dollar auf dem Wachstumspfad der Rezession.
- **Punkt D:** Im Vergleich zu A ist es für Argentinien vorteilhafter, die Verhandlungen zu verzögern, sie dann aber zu eröffnen. Denn obwohl ein Teil der Verteilungsmasse an die Gläubiger abgegeben wird, behält Argentinien auch mehr – das Aufteilungsverhältnis beträgt 46:54 zugunsten Argentinien. D liegt weiter rechts als A.
- **Punkt E:** Wenn sowohl Argentinien als auch das Argentine Bondholders' Committee die Verhandlungen verzögern und keiner den ersten Verhandlungsschritt unternimmt, wird der Zuwachs an Verteilungsmasse ebenfalls zwischen beiden 50:50 aufgeteilt. Die Gläubiger stellen sich besser als in allen vorgehenden Betrachtungsfällen. Sie haben demnach einen starken Anreiz, die Verhandlungen zu verzögern.

Als Ergebnis dieser Analyse lässt sich festhalten, dass die beiden Offerten für die Gläubiger nachteilig sind im Vergleich zu Verzögerungen mit anschließenden Verhandlungen. Dies jedoch nur unter der Annahme, dass die Wirtschaft Argentinien wächst. Dies ist ex post leicht feststellbar, jedoch ex ante ein Prognoseproblem. Die Gläubiger sind demnach mit dem Risiko konfrontiert, dass Argentinien nicht wächst und damit die Verteilungsmasse nicht größer wird. Argentinien stellt sich mit den beiden Offerten besser als mit Verhandlungen, denn es generiert mit steigendem BIP-Wachstum einen immer größeren Ertrag. Sollten Verhandlungen unvermeidbar werden, weil die beiden Offerten abgelehnt werden, stellt sich Argentinien besser, wenn es verzögert, dann die Verhandlungen eröffnet und damit einen Vorreiterbonus generieren kann.

Das rechtsstaatliche Chaos nach dem default ist als ein bedeutender Grund dafür heranzuziehen, dass es erst Anfang 2005 zu Verhandlungen kam.

- (a) Kohlscheen (2005) argumentiert, dass die Glaubwürdigkeit einer Regierung davon abhängt, ob sie in ein präsidentielles oder parlamentarisches Regime eingebettet ist. Präsidenzielle Regierungssysteme seien weniger glaubwürdig als ihre parlamentarischen Gegenstücke. Die Präsidentschaftliche Republik Argentinien hatte frühzeitig angekündigt, die Gläubiger zu einem späteren Zeitpunkt angemessen an dem Zuwachs der Verteilungsmasse zu beteiligen. Dies wurde jedoch vom Argentine Bondholders' Committee als eine nicht glaubwürdige Ankündigung angesehen, woraufhin es zu einer Klagewelle gegen Argentinien kam. Wahrscheinlich hätte sich das Argentine Bondholders' Committee bei einer glaubwürdigen Ankündigung zu einer ruhigen Phase des Abwartens bewegen lassen.
- (b) Ende 2001 hatte Argentinien innerhalb von 13 Tagen 5 Präsidenten gesehen. Mit Eduardo Duhalde als letztem der 5 kam es zu ein wenig mehr Stabilität, jedoch sah er sich selbst lediglich als Interim-Präsident. Er wurde im Mai 2003 von Präsident Kirchner abgelöst. Während der Amtszeit Duhaldes zwischen 2001 und 2003 unternahm Präsident Duhalde keine strukturellen Reformen, suchte nicht nach einer Lösung der Verschuldungskrise und verhandelte nicht mit den Gläubigern. Die Verhandlungsverzögerungen waren demnach weder von den Gläubigern noch von Argentinien strategisch geplant, um die Verteilungsmasse zu erhöhen, sondern nur eine zufällige Folge des rechtsstaatlichen Chaos.

Während das politische Chaos als Erklärung bis Mitte 2003 herhalten kann, ist für die nachfolgende Zeit bis Anfang 2005 nach anderen Erklärungen zu suchen. Die Autoren Dhillon/Garcia-Fronti et.al. (2006) folgen hierfür dem Merlo/Wilson-Modell: Dieses stellt für effiziente Verzögerungen als Bedingung auf, dass die Verteilungsmasse in der Rezession kleiner ist als sein erwarteter zukünftiger Wert. Wird ein Wirtschaftswachstum jenseits der Diskontrate erwartet und wächst damit die Verteilungsmasse, ist es für beide Spieler effizient, die Verhandlungen zu verzögern.

	BIP-Wachstum in % p.a.	erwartetes BIP-Wachstum (q = 0,5) in % p.a.	Diskont-rate in % p.a.
Verzögerung (Duhalde): 2002 Q1 - 2003 Q2	17,60	8,80	4,00
Verzögerung (Kirchner): 2003 Q3 - 2004 Q4	9,44	4,72	4,00

Tabelle 9: BIP-Wachstum Argentiniens

Quelle: Dhillon/Garcia-Fronti et.al. (2006)

Wenn mit 50%-iger Wahrscheinlichkeit ein Wachstum von jährlich 17,6% erwartet wird, ergibt dies für den Erwartungswert ein jährliches BIP-Wachstum von 8,8%, was über der Diskontrate von 4,0% liegt. Da auch das erwartete BIP-Wachstum während der Präsidentschaft Kirchners über der Diskontrate lag, war es effizient von Argentinien und dem ABC, die Verhandlungen bis ins Jahr 2005 zu verzögern.

Es ist weiterhin zu hinterfragen, ob ein Primärüberschuss s des argentinischen Haushalts von 3% des BIPs sicherstellt, dass sich die Verschuldungskennziffern günstig entwickeln: Die debt-to-GDP-ratio d sollte auf ein tragfähiges Niveau d^* fallen. Argentinien sah als Vorbild die Verschuldungsgrenzen, die für die Länder der Europäischen Union gelten.

$$s = (r - g)d$$

Der Primärüberschuss s setzt sich zusammen aus der debt-to-GDP-ratio d multipliziert mit der Differenz aus den realen Zinskosten r und der realen BIP-Wachstumsrate g .

$$\dot{d} = (r - g)d - s$$

Linear approximiert ergibt sich eine Verschuldungsgrenze \dot{d} , die sich zusammensetzt aus der debt-to-GDP-ratio d multipliziert mit der Differenz aus den realen Zinskosten r und der realen BIP-Wachstumsrate g , abzüglich des Primärüberschusses s .

$$r = 0,04x + 0,055(1-x)$$

Die realen Zinskosten r setzen sich zusammen aus dem Schuldenbestand x , der nicht restrukturiert wird – als Anteil an den Gesamtschulden –, multipliziert mit Realzinsen von

4% und dem Schuldenbestand $(1-x)$, der restrukturiert wird, multipliziert mit Realzinsen von 5,5%.

Der Anteil der nicht restrukturierten Schulden x beträgt 0,72.

mit $r = 0,044$, $g = 0,03$ und $s = 0,03$

$$\dot{d} = (r - g)d - s$$

$$\dot{d} = 0,014d - 0,03$$

$$s = rd$$

Argentinien stellte die Bedingung, dass der Primärüberschuss s die realen Zinskosten r der Gesamtschuld d zu decken hat. Damit sollte sichergestellt werden, dass sich die Verschuldungskennziffern über den haircut hinaus weiterhin günstig für Argentinien entwickeln.

$$\dot{d} = -gd \Rightarrow \frac{\dot{d}}{d} = -g$$

Die debt-to-GDP-ratio d unterliegt keiner Änderung mehr an der Stelle \dot{d} . Diese Verschuldungsgrenze liegt bei der BIP-Wachstumsrate g .

Angewandt auf die Situation Argentiniens ergibt sich folgendes Bild:

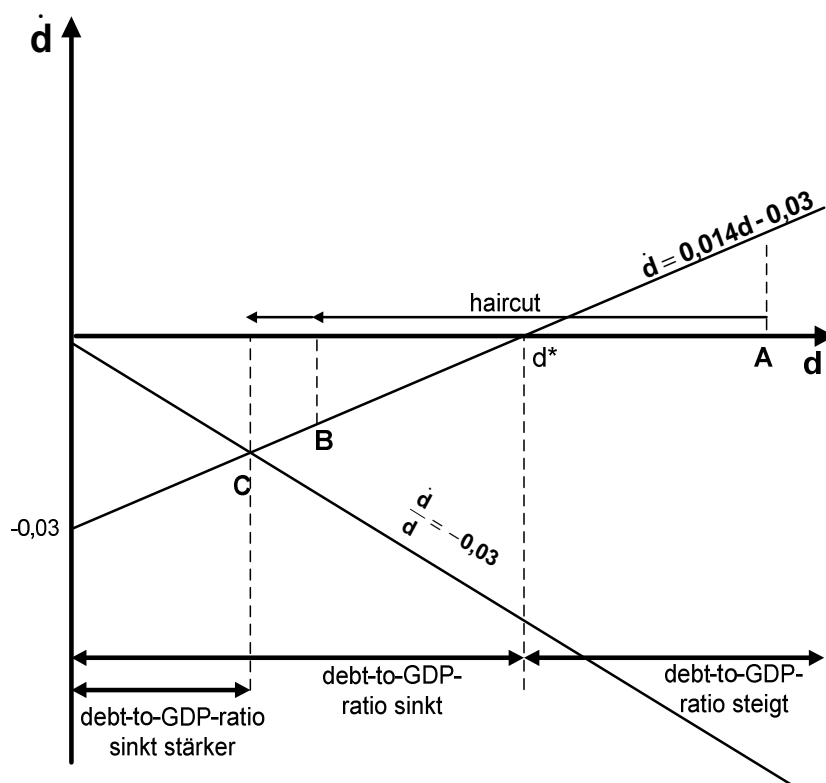


Abbildung 7: Dubai Offerte und Schuldentragfähigkeit

Quelle: Dhillon/Garcia-Fronti et.al. (2006)

Anhand der Grafik kann nachvollzogen werden, welche Strategie Argentinien verfolgt hatte. Am Punkt A liegt eine Situation oberhalb der tragfähigen Verschuldung d^* vor, was dazu führt, dass die debt-to-GDP-ratio weiter steigt. Ein haircut von 90% führt dazu, dass Punkt B erreicht wird – weit unterhalb der tragfähigen Verschuldung. Der für die darauffolgenden Jahre angestrebte jährliche Primärüberschuss im Haushalt von 3% des BIPs führt dazu, dass bis zum Punkt C der Schuldenstand um jährlich 3% sinkt – gemessen als debt-to-GDP-ratio. Jenseits von Punkt C sinkt die debt-to-GDP-ratio jährlich um mehr als 3%.

Der haircut verbunden mit dem Primärüberschuss führt theoretisch dazu, dass die Verschuldung auf ein Niveau sinkt, ab dem für Argentinien Spielraum entsteht, fiskalpolitisch über den Konjunkturzyklus hinweg aktiv sein zu können. In der Europäischen

Union wird eine debt-to-GDP-ratio von 60% als tragfähig angesehen, woran sich Argentinien orientiert hat. Es bleibt hingegen offen, ob dieses Niveau für ein Land gelten kann, das erstens nicht in eine Wirtschafts- und Währungsunion mit anderen Ländern eingebettet ist und sich zweitens nicht auf europäischem Entwicklungs- bzw. Wohlfahrtsniveau befindet. Es zeigt sich überdies, dass sich Argentinien und wohl auch niemand anderes sich dazu in der Lage sah, die spezifische Schuldenragfähigkeit analytisch zu ermitteln. Weder war das Zahlenmaterial valide, noch bestand Konsens über das geeignete Konzept zur Ermittlung einer länderspezifischen Schuldenragfähigkeit – wie bereits im Kapitel 3.2 dargelegt. Im Ergebnis kann gesagt werden, dass die analytischen Modelle zur Berechnung der Schuldenragfähigkeit noch weit davon entfernt sind, Eingang in die Praxis von Restrukturierungen zu finden.

4. Ein internationales Insolvenzregime

Nachdem der Status Quo mit seinen Defiziten und Schwächen dargestellt wurde und am Beispiel Argentiniens gezeigt wurde, dass dies nicht nur theoretische Überlegungen sind, soll nachfolgend der rechtliche Ansatz für ein Restrukturierungsregime beleuchtet werden. Auf nationaler Ebene ist es nahezu problemlos, ein Gericht bei Streitigkeiten anzurufen, das Recht nach den nationalen Rechtsgrundsätzen spricht. Die streitenden Parteien haben sich dem Gerichtsurteil unterzuordnen und Folge zu leisten. Mit einem Urteil und einem Vollstreckungstitel vom Gericht kann mit Hilfe der nationalen Sicherheitsorgane wie beispielsweise einem Gerichtsvollzieher oder Zwangsverwalter das Gerichtsurteil durchgesetzt werden.

Völkerrechtlich sind zwar inzwischen verschiedene Gerichte konstituiert worden, die beispielsweise bei Streitigkeiten im Zusammenhang mit Völkermord oder internationalem Seerecht angerufen werden können. Jedoch existiert bisher für Streitigkeiten bei privaten grenzüberschreitenden Gläubiger-Schuldner-Beziehungen kein internationales Gericht. Bei internationalen Gerichten muss jedes Land seine Bereitschaft erklären, sich völkerrechtlich diesen Gerichtshöfen zu unterwerfen. Jedoch weigern sich beispielsweise die USA und China, sich dem Internationalen Strafgerichtshof zu unterstellen. Daraus folgt, dass Gerichtsurteile, die vom Internationalen Strafgerichtshof gefällt werden, in diesen Ländern keine Gültigkeit haben und damit auch nicht durchgesetzt werden können – nationale Sicherheitsorgane können nicht zur Hilfe angerufen werden.

Wenn ein Souverän eine Gläubiger-Schuldner-Beziehung eingeht, kann er sich stets auf seine Staatssouveränität zurückziehen und Gerichtsurteile im Gläubigerland oder einem neutralen dritten Land zurückweisen. Dies auch dann, wenn der Souverän sich privatrechtlich einem Gerichtsstand unterworfen hat. Gleichwohl: Es besteht ein Anreiz für den Souverän, sich einem fremden Gerichtsstand zu unterstellen, um seiner Reputation nicht zu schaden bzw. Reputation als ordentlicher Schuldner aufzubauen. Kleinere Streitigkeiten mit den Gläubigern werden deshalb kaum dazu führen, dass sich eine Schuldnerregierung auf ihre Staatssouveränität beruft und ein Gerichtsurteil zurück-

weist. Handelt es sich jedoch um einen default, wird die Möglichkeit, sich auf seine Staatssouveränität zurückzuziehen, für die Schuldnerregierung wieder attraktiv.

Bevor ein internationales Gericht angerufen werden kann, ist dieses institutionell zu konstituieren. Im Bereich von privaten grenzüberschreitenden Gläubiger-Schuldner-Beziehungen wird üblicherweise der Gerichtsstand privatrechtlich geregelt, was nahezu problemlos ist. Entweder ist der Gerichtsstand im Schuldnerland, in einem der Gläubigerländer oder einem neutralen dritten Land. Handelt es sich um Gläubiger-Schuldner-Beziehungen, die sich in Anleihen und ähnlichen Wertpapieren konstituieren, kann als Gerichtsstand der Emissionsort der Wertpapiere gewählt werden.

Es ist danach zu fragen, auf welchen Rechtsgrundsätzen ein internationales Gericht aufgebaut werden kann. Diese Frage soll in den Abschnitten 4.1 bis 4.3. beantwortet werden. Nach einem Blick auf die Historie an Vorschlägen und deren kurzer kritischer Würdigung sollen Ausgestaltungsmöglichkeiten für ein internationales Insolvenzregime vorgestellt werden. Da die USA bereits ein Bündel an Rechtsgrundsätzen und Ausgestaltungsoptionen für ihre Bundesstaaten rechtlich verankert haben, können diese als ein mögliches Vorbild gelten. Ob diese Grundsätze auf internationaler Ebene ebenso gelten können, soll in Abschnitt 4.4 beleuchtet werden. Der IWF hat in den Jahren 2001 und 2002 einen Vorschlag unterbreitet, wie ein internationales Insolvenzregime ausgestaltet sein könnte. Dieser Ansatz ist seither der umfangreichste und am weitesten durchdachte Vorschlag und soll deshalb samt einer kritischen Würdigung im Abschnitt 4.5 dargestellt werden.

Aufgrund weiterhin nicht gelöster Fragen und Unzulänglichkeiten des IWF-Vorschlags ist dieser nach einer umfangreichen, global geführten Diskussion nicht implementiert worden. Stattdessen rückte der konkurrierende Vorschlag der Collective Action Clauses in den Vordergrund der Diskussion und in den Fokus der internationalen Kapitalmärkte. Dieser wird im Kapitel 5 detailliert dargestellt.

4.1. Die ersten Ansätze

Während es vor dem 2. Weltkrieg ausgedehnte Debatten um die rechtlichen und ökonomischen Aspekte eines Staatsbankrottes gab, fand zwischen dem 2. Weltkrieg und den 70er Jahren kaum eine Diskussion um ein Restrukturierungsregime für Auslandsverschuldung statt. In den zwei Jahrzehnten floss nur sehr wenig privates Kapital in die Schwellenländer.

Adam Smith (1776) formulierte die ersten Überlegungen zum Staatsbankrott: „When it becomes necessary for a state to declare itself bankrupt, in the same manner as when it becomes necessary for an individual to do so, a fair, open and avowed bankruptcy is always the measure which is both least dishonourable to the debtor, and least hurtful to the creditor.” (Smith 1776, S. 564-565 1937 ed.).

Erst in den 70er Jahren wurden Ansätze vorgestellt, wie mit einem default und einer nachfolgenden Restrukturierung der Auslandsverschuldung umzugehen sei.

- (1) Ohlin (1976) schlug vor, eine ehrenwerte Insolvenzinstitution zu schaffen – gleichzeitig gab er aber auch zu, dass diese Institution keine Garantie dafür sein würde, ein wenig der Risikoaversion der internationale Kreditwirtschaft aus dem Markt zu nehmen und die in einer Gläubiger-Schuldner-Beziehung gemachten Fehler schnell wieder zu korrigieren. Die Institution könnte hingegen vorbeugen, dass ein Insolvenzprozess durch zu viele uneinbringliche Schulden behindert würde. Ohlin erkennt demnach sehr früh, dass eine nahezu unüberschaubare Anzahl an Kleingläubigern den Insolvenzprozess behindern kann. Vermutlich stellt er damit auf das Problem der Gläubigerkoordination ab.
- (2) Die Group of 77 Developing Countries (1979) schlug eine internationale Schuldenkommission vor. In ihr sollten herausragende Persönlichkeiten sitzen, die neben hervorragendem Wissen und Erfahrungen zur Schuldenproblematik auch das Wissen ökonomischer Entwicklungsarbeit besäßen. Ein Entwicklungsland, das sich selbst mit einem Schuldenproblem konfrontiert sah, sollte sich an die Kommission wenden können und erhalte Hilfe von ihr. Die Kommission würde (a) die Verschuldungs-

und Entwicklungsproblematik untersuchen, (b) auf dieser Basis Vorschläge im Entwicklungskontext geben, die sich auf eine Schuldenreorganisation konzentrierten und gleichzeitig frisches Kapital multi- und bilateral attrahieren würden, und (c) ein Treffen für alle beteiligten Parteien einberufen, auf der ein Implementierungsweg der Vorschläge dargestellt würde. Da die Gläubigerländer sich in ihren Rechten eingeschränkt sahen, verhinderten sie die Implementierung der Kommission. Gleichzeitig bliebe die Kommission ohnehin darauf beschränkt, Vorschläge zu unterbreiten – Durchsetzungsmacht war für sie gar nicht angedacht. Jedoch sind in diesem Ansatz bereits wichtige Elemente eines Insolvenzregimes enthalten: Schuldenreorganisation, Koordinierung aller beteiligten Parteien, die Rolle eines neutralen Dritten und frisches Kapital.

- (3) Der erste gut durchdachte Vorschlag für ein Restrukturierungsregime kam von Oechsli (1981). Er schlug eine Analogie zum Chapter 11 des US-amerikanischen Insolvenzrechts vor mit den Komponenten eines Gläubigerkomitees, eines unabhängigen Revisors und einer Überwachungsinstanz. Dem IWF sollte dabei die Rolle des Überwachers zukommen, das Schuldnerland sollte am Entwicklungsprozess des Restrukturierungsplanes beteiligt sein und mit einem formalen Akt sollten sowohl Gläubiger als auch das Schuldnerland die Restrukturierung in Gang setzen können. Oechsli stellte fest, dass im damaligen Regime (a) die Verhandlungen zu lange dauern würden, (b) der Ausgang ungewiss sei, (c) dem Schuldnerland Schaden daraus entstünde, (d) die Krisenüberwindung verzögert würde und (e) nicht genug auf die Rückerlangung der Kreditwürdigkeit und Zahlungsfähigkeit des Schuldnerlandes fokussiert würde. Dies läge nach Meinung Oechsli daran, dass es keinen implementierten Restrukturierungsprozess und eine schlechte Koordination der Gläubiger untereinander gäbe. Er schlug vor, alle Gläubiger – private wie staatliche – in einer einzigen Verhandlung zusammenzufassen, um damit die Verzögerungen im Restrukturierungsprozess zu minimieren. Insbesondere würde damit verhindert, dass private Gläubiger die Verhandlungen soweit hinauszögerten, bis im Pariser Club die Schulden restrukturiert seien. Oechsli beabsichtigte, eine Entität ähnlich einem Gericht zu kreieren; den IWF lehnte er in dieser Rolle allerdings ab. Alternativ zu einer Gerichtsentität schlug er bindende Vertragsklauseln in Kreditver-

trägen vor – Vorläufer der heute diskutierten Collective Action Clauses. Oechsli fehlten in seinem Vorschlag noch Bemerkungen (a) zum Problem der free-rider, (b) zur Erklärung eines Moratoriums durch das Schuldnerland und (c) Mehrheitsklauseln gegen dissidierende Gläubiger. Sein Vorschlag zielte auf einen vorhersehbaren Zeitplan und klare Kommunikationswege ab.

- (4) Dell (1985) zeigte anhand einer US-Gerichtsentscheidung zu Costa Rica, dass ein Gläubiger die Verhandlungen erfolgreich aussitzen kann (Holdout) und die Majorität an Gläubigern sich nicht gegen diese Rechte stellen kann. Das Gericht kam zu dem Schluss, dass Chapter 11 des US-amerikanischen Insolvenzrechts nicht auf souveräne Staaten anwendbar wäre: Wenn einzelne Gläubiger auf ihr Zins- und Rückzahlungsrecht bestünden, hätte dies schwerwiegende negative Folgen für die ökonomische Entwicklung des Schuldnerlandes und damit auch für alle Gläubiger. Ein internationales Insolvenzregime sollte den destruktiven Prozess einzelner Gläubiger unterbinden und den Gruppeninteressen höheres Gewicht einräumen. Insofern kann das Chapter 11 des US-amerikanischen Insolvenzrechts kein gutes Vorbild auf internationaler Ebene sein. Unberücksichtigt lässt diese Begründung, dass eine Liquidierung eines souveränen Schuldners ohnehin nicht möglich ist. Insofern sollte allein schon aus diesem Grund Chapter 11 kein Vorbild sein.
- (5) Ende der 80er Jahre wurde erstmals ein rechtlicher Ansatz entwickelt. Cohen (1989) schlug ein globales Chapter 11 vor: Wie bei Oechsli vor ihm sollte es zu strukturierten Verhandlungen zwischen Schuldnerland und Gläubiger kommen; die Gläubiger fänden sich in einem Gläubigerkomitee zusammen und überwacht würde alles von einer neutralen dritten Partei. Anders als Oechsli sollte nach Cohen die dritte Partei aber nicht der IWF, sondern eine internationale Schuldenrestrukturierungsagentur (IDRA – International Debt Restructuring Agency) sein, die sich auf internationale Vereinbarungen stützt. Cohen siedelte die IDRA jedoch nicht als unabhängige Institution an, sondern als eine Art Tochtergesellschaft der beiden multilateralen Gläubiger IWF und Weltbankgruppe. Die IDRA hätte jedoch Recht schaffenden Charakter: Sie könne Klauseln in bestehenden Kreditverträgen nach ihren eigenen Vorstellungen ändern, solange innerhalb der IDRA mehrheitlich die

neuen Klauseln als fair und gerecht angesehen würden. Daneben sollte sie als Mediator und Überwacher fungieren und damit mit mehr Macht ausgestattet sein als ein nationales Insolvenzgericht. Kontrovers zu diskutieren ist die Macht der IDRA, dissidierende Gläubiger über eine Mehrheitsklausel an geänderte Vertragsbedingungen zu binden. Das Gläubigerkomitee sollte nach Cohen ebenfalls ohne Einstimmigkeit über Restrukturierungsvorschläge abstimmen können und der IDRA wird zur Umsetzung der Zahlungsverpflichtungen die dazu nötige Macht gegeben. Es bleibt allerdings in diesem Vorschlag unklar, welche Machtinstrumente der IDRA gegeben werden könnten – und von wem –, um einen souveränen Staat an seine Zahlungsverpflichtungen zu binden. Nach Cohen sollten auch Schuldenerlässe als Anreiz für ein Schuldnerland zugesagt werden können, wenn es mit gutem Vorsatz die Verhandlungen führen würde. Gleichzeitig blieb dabei jedoch unklar, wie die IDRA dem Schuldnerland nachweisen will, dass es ex ante nicht mit gutem Vorsatz verhandelte. In Cohens Vorschlag wurde auch noch nicht diskutiert, wie die IDRA erreichen wollte, dass während der Verhandlungen alle Rechtsansprüche auf den Schuldendienst ruhten. Auch dieser Vorschlag würde daran scheitern, dass die Vermögenswerte eines Staates nicht innerhalb seines Staatsgebietes liquidiert werden können.

- (6) Raffer (1990) schlug als erster vor, nicht nach Chapter 11 sondern nach Chapter 9 des US-amerikanischen Insolvenzrechts Verhandlungen zu führen, was auf eine Reorganisation der Verschuldung des Schuldners hinauslief und nicht mehr auf eine Liquidierung der Vermögenswerte des Schuldners. Auch im Vorschlag Raffers sollte eine dritte Partei die Verhandlungen überwachen: ein internationales Schiedsgericht mit dem IWF und der Weltbankgruppe als Schiedsrichter für die Gläubigerseite und Vertretern von NGO's, Kirchen und Gewerkschaften als Schiedsrichter für die Bürger im Schuldnerland. Vertreter der Gläubiger oder des Schuldnerlandes wären dabei nicht als Schiedsrichter vorgesehen, denn sie gelten als befangen. Im Chapter 9 des US-amerikanischen Insolvenzrechts wird zudem nicht in die Staatsaufgaben eingegriffen und damit die Macht des Gerichtes begrenzt. Gleichzeitig wird den Gruppen, die von einer Restrukturierung der Verschuldung betroffen sind, ein Anhörungsrecht eingeräumt. Nach Raffer würde damit ein Ausgleich

zwischen den Interessen der Gläubiger, der Bürger des Schuldnerlandes und der Regierung erreicht.

- (7) Sachs (1995) diskutierte im Nachgang der Mexiko-Krise einen völlig neuen Aspekt und stellte die Frage, ob die bestehenden Institutionen überhaupt in der Lage wären, mit einer Verschuldungskrise umzugehen. Er adressierte diese Frage an den IWF und schlug vor, einen neuen international lender of last resort zu implementieren. Der IWF würde aufgrund von bestehenden Ineffizienzen im Instrumentendesign nicht in der Lage sein, die Funktion des lender of last resort in seiner bestehenden institutionellen Ausgestaltung auszufüllen. Stattdessen sollte der IWF so reformiert werden, dass er mehr als Insolvenzgericht fungieren würde. Wie dies genau aussehen sollte, bleibt Sachs allerdings schuldig. Da der IWF aber Wechselkursrestriktionen im Schuldnerland durchsetzen könnte, würde damit zumindest das Problem eines Zahlungsstillstandes gelöst werden können, indem der IWF diesen billigen würde. Aber auch hier blieb der Autor vage, wie dies genau mit dem bestehenden Statut des IWF erreicht werden könnte. Gleichzeitig schlug er aber vor, die entsprechenden Paragraphen im Statut des IWF zu ergänzen und an die Belange eines internationalen Insolvenzgerichts anzupassen. Auch fand Sachs in seinem Vorschlag keine Möglichkeit, die Holdout-Gläubiger zu disziplinieren und machte keine Vorschläge dazu, wie sich die nationalen Insolvenzordnungen ändern müssten, sodass sie kompatibel mit einem internationalen Insolvenzgericht wären. Aber das alles ist nicht das Innovative am Vorschlag von Sachs: Er weitete den Blick auf ein Restrukturierungsregime, das auch mit Liquiditätskrisen umzugehen weiß. Der IWF würde einen Zahlungsstillstand billigen und gleichzeitig fresh money aus dem Privatsektor anfordern. Der Privatsektor würde ohnehin Kapital effizienter allozieren als staatliche Kreditgeber es könnten. Damit ersetzte Sachs die staatlichen Kreditgeber durch den Privatsektor. Dies könnte seiner Meinung nach ohne neue Institutionen erreicht werden und würde lediglich Anpassungen in Kreditverträgen erfordern – die so genannten Collective Action Clauses waren damit geboren.

Nach Sachs (1995) entstand eine rege Diskussion über neue Institutionen und Prozesse. So lebten nicht nur Anleihen als Lösung wieder auf (Brady-Bonds schon 1991) – es wurde auch eine Restrukturierungsinitiative für die ärmsten Länder der Welt vom Pariser Club ins Leben gerufen (HIPC-Initiative). Die Diskussionen stellten das moral-hazard-Problem in Verbindung mit den großen Bail-Outs in Mexiko, Brasilien und der Türkei heraus und suchten nach Lösungen, um die Marktverzerrungen der großen Bail-Outs zu mindern. Nach der Ostasienkrise 1998 konzentrierte sich die Forschung auf die beiden Alternativen eines rechtlichen und eines vertragsbasierten Ansatzes. Nachfolgend sollen die Ausgestaltungsoptionen für den rechtlichen Ansatz dargestellt und kritisch gewürdigt werden. Das darauffolgende Kapitel würdigt den vertragsbasierten Ansatz.

4.2. Ausgestaltungsoptionen für ein internationales Insolvenzregime

Im nationalen Kontext definiert die oberste Entität eines Staates die Ziele des Insolvenzregimes. So ist theoretisch denkbar, dass zu den obersten Zielen die Gläubigerbefriedigung, ein Neuanfang für den Schuldner, die Rettung möglichst vieler Arbeitsplätze, der Erhalt der Unternehmen oder die Rückführung von anderen Regierungen gewährter Großkredite zählen können.

Auf den internationalen Kontext übertragen bedeutet dies, dass grundsätzlich in drei Teilbereiche unterschieden werden muss: Erstens die Befriedigung der Gläubiger, zweitens die Verbesserung der wirtschaftlichen Ertragskraft des Schuldnerlandes und drittens die Verbesserung der Lebensbedingungen der Bevölkerung im Schuldnerland.

In der Literatur finden sich an vielen Stellen mehr oder weniger klar formulierte Zielsetzungen eines internationalen Insolvenzregimes. Diese sollen hier kurz genannt werden, um sich weiter unten detailliert damit auseinanderzusetzen und auf Zielerreichungsgrade zu prüfen. Die Ziele eines internationalen Insolvenzregimes sollten sein:

- (1) Schuldner sollte das Recht auf Nichterfüllung erhalten bleiben, wenn die Vertragserfüllung unzumutbar wäre.

- (2) Kosten einer Schuldenkrise insgesamt abzusenken und dabei insbesondere die Schuldenrestrukturierungskosten für den Schuldner und die Gesamtheit der Gläubiger zu minimieren.
- (3) Eine für Schuldnerland und Gläubiger schädliche Verzögerung der Schuldenrestrukturierung sollte vermieden werden: Ein geordnetes Verfahren verringert für die heimische Bevölkerung die Zeit der Delokation und vermindert die weitere Abwertung der Forderungen der Gläubiger.
- (4) Die Stabilität und Effizienz der globalen Finanzmarktarchitektur sollte gestärkt werden: Restrukturierungen werden voraussehbarer, was insgesamt die Risiken im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Krediten senken und damit zu stabileren Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer führen könnte – Ansteckungsgefahren für andere verschuldete Länder würden damit sinken.
- (5) Spreads sollten für diejenigen Länder sinken, die eine solide Wirtschaftspolitik betreiben und sich nicht überschulden wollen. Länder mit unsolider Wirtschaftspolitik sollen sich dagegen steigenden Spreads gegenübersehen: Deren Gläubiger gehen davon aus, dass durch ein internationales Insolvenzregime die Kosten des defaults für das Schuldnerland sinken und sie deshalb aus einer Kosten-Nutzen-Analyse heraus schneller in den default gehen als noch zu Zeiten, in denen es kein internationales Insolvenzregime gab. Damit verbunden wird die Hoffnung, dass die Gläubiger weniger Kredite an unsolide Schuldnerländer vergeben und die Kapitalallokation damit effizienter würde.
- (6) Das Koordinierungsproblem der Gläubiger sollte gelöst werden können: Da die Schuldnerländer inzwischen eine Vielzahl an Emissionen auf den internationalen Finanzmärkten platziert haben, damit unterschiedlichen Jurisdiktionen unterworfen sind und eine nahezu unüberschaubare Zahl an Gläubigern haben, dürfte es schwierig, wenn nicht gar unmöglich sein, alle Gläubiger zu erreichen und mit ihnen eine Lösung auszuhandeln.

- (7) Es sollte eine Lösung für die collective action gefunden werden: Eine mit der Mehrheit ausgehandelte Lösung kann noch an der Verweigerungshaltung einer Minderheit der Gläubiger scheitern, die die Erwartung haben, vorteilhaftere Bedingungen für sich selbst erreichen zu können (Holdout-Gläubiger).
- (8) Es sollte eine klare Rangreihenfolge der Gläubiger implementiert werden: Bisher gibt es nur eine Unterteilung nach bevorrechtigten und nicht bevorrechtigten Gläubigern. So sind nur die multilateralen Finanzinstitutionen bevorrechtigte Gläubiger. In einem internationalen Insolvenzregime könnte es eine Unterteilung nach Senior- und Junior-Verbindlichkeiten geben: Erst wenn alle Senior-Verbindlichkeiten getilgt sind, würden in einem geordneten Verfahren die Junior-Verbindlichkeiten restrukturiert.
- (9) Der Druck auf internationale Finanzinstitutionen sollte genommen werden, mit Beistandsabkommen einen bail out bei den Ländern herbeizuführen, die in eine Schuldenkrise hineingeraten sind.

Bevor der SDRM des IWF als das derzeit am weitesten ausgereifte Konzept vorgestellt wird, sollten die verschiedenen Ausgestaltungsoptionen für ein internationales Insolvenzregime kritisch beleuchtet werden:

Neutraler Dritter: Entsprechend der Rechtsstaatlichkeit darf ein Schuldenrestrukturierungsverfahren nicht allein in den Händen der betroffenen Parteien liegen. Also kommen der IWF, die Weltbank und deren untergeordnete Instanzen nicht in Betracht, denn sie sind stets immer auch Gläubiger – gleichwohl mit bevorrechtigtem Status. Damit sich eine Expertise beim neutralen Dritten herausbilden kann, sollte der Kreis der in Frage kommenden Personen klein gehalten werden. Institutionell könnte ein neutraler Dritter bei der UNO, einer der Unterorganisationen oder beim Internationalen Gerichtshof (IGH) angesiedelt werden. Dies hätte den Vorteil, dass der UNO und dem IGH die nötige Neutralität unterstellt werden darf und Expertise aufgebaut werden kann, weil alle Informationen und Entscheidungsprozesse bei diesen Institutionen dokumentiert werden können. Als Alternative bietet sich ein Schiedsgerichtsverfahren an: Jede Partei darf eine Person benennen und alle benannten Personen wählen wiederum einen überge-

ordneten Dritten. Dies hat den Vorteil größerer Flexibilität und größerer Akzeptanz, weil zumindest ein Entscheider selbst bestimmt wurde. Nachteilig daran zu sehen ist, dass schwerlich Expertise aufgebaut werden kann, wenn für jedes Land neue neutrale Dritte ernannt werden, die sich zwar die Informationen der vorhergehenden Fälle besorgen könnten, jedoch kaum in überschaubarer Zeit in der Lage wären, diese fall-spezifisch auszuwerten.

Aufgaben des neutralen Dritten: Zwei grundsätzliche Typisierungen erscheinen möglich: (1) Nach angloamerikanischem Vorbild wird der korrekte Verfahrensablauf beaufsichtigt; oder (2) nach kontinental-europäischen Vorbild wird aktiv Einfluss auf die Entscheidungen genommen (vgl. Paulus 2002, S. 16).

Die angloamerikanische Variante sieht für den neutralen Dritten die folgenden Aufgaben vor: Verifizierung des Auslösungsgrundes, vordergründige Überprüfung des eingereichten Planes auf seine Realisierbarkeit und Vollständigkeit, Feststellung missbräuchlicher Antragstellung, Leitung und Kontrolle der Verhandlungen über den Plan und die Überwachung der Ausführung des Planes. Die kontinental-europäische Variante ergänzt die bereits genannten Aufgaben: Überprüfung, ob die inhaltlichen Planvorgaben erfüllt sind, Realisierung der evtl. eingeräumten Rückforderungsmöglichkeiten, Befugnis, eigene Planvorschläge zu unterbreiten und Überprüfung der Rechtmäßigkeit der Schulden.

Auslösungsgrund: Als intuitiv einleuchtend gilt der Grund der Überschuldung, um ein Insolvenzverfahren zu beginnen. Jedoch gelingt es nicht einmal in den nationalen Insolvenzordnungen, den Begriff hinreichend zu definieren, sodass auf den Begriff der Zahlungseinstellung abgestimmt wird. Diese liegt immer dann vor, wenn der Schuldner nicht in der Lage ist, seine bestehenden Verbindlichkeiten vollständig zu bedienen (vgl. IMF 1999). Es ist weiter zu überlegen, ob nicht gar schon auf die drohende Zahlungsunfähigkeit abgestellt werden sollte. Durch diese vorverlagerte Verfahrenseinleitung vergrößert sich die Chance, dass die Restrukturierung schneller vonstatten geht und damit effizienter wird. Denn zu diesem frühen Zeitpunkt sind noch nicht alle liquiden

Mittel aufgebraucht, sodass noch Verteilungsmasse vorhanden ist und effizient umgelenkt werden kann.

Planverfahren: Im Kontext von Staateninsolvenz ist ein Planverfahren, das auf das Weiterbestehen des Schuldnerlandes abstellt, die naheliegende Lösung. Eine Liquidation eines Staates ist gar nicht vorstellbar, wohl aber Zwangsvollstreckungen in Zahlungsströme oder Vermögenswerte, die ins Ausland abfließen bzw. sich schon dort befinden. Zwangsmaßnahmen politischer oder ökonomischer Natur sind ebenfalls möglich. Versuche in diese Richtung sind seitens der Gläubigergemeinschaft zu erkennen, wenn sie vom Schuldnerland verlangen, mit dem IWF ein Reformprogramm auszuarbeiten und sich glaubwürdig daran zu binden. Erst damit unterstellen die Gläubiger dem Schuldnerland den guten Willen zur Restrukturierung ihrer Verschuldung.

Antragsberechtigte: Es stehen vier Alternativen zur Auswahl, wer das Verfahren beantragen kann: (1) nur das Schuldnerland, (2) Schuldnerland und Gläubiger, (3) nur Gläubiger oder (4) eine neutrale Dritte Partei. Um den Souveränitätsgedanken zu wahren, erscheint es sinnvoll, wenn ausschließlich das Schuldnerland den Verfahrensbeginn beantragen kann. Andernfalls wird das Schuldnerland Handlungszwängen ausgesetzt, die mit der Souveränität eines Staates nicht zu vereinbaren sind. Um dem Schuldnerland mit diesem alleinigen Beantragungsrecht keinen unverhältnismäßigen Vorteil gegenüber den Gläubigern zu ermöglichen und opportunistisches Verhalten des Schuldnerlandes auszuschließen, sollte der Antrag Mindestinhalte vorsehen: verbindliche Aufstellung aller Schulden und Vermögenspositionen sowie ein Nachweis darüber, dass die Verschuldung nicht mehr tragbar ist für das Land.

Antragswirkung: Sobald der Antrag gestellt wird, tritt eine sofortige Einstellung sämtlicher Zugriffe aller Gläubiger ein (automatic-stay). Der automatic-stay sollte ex ante zeitlich begrenzt sein, aber mit der Möglichkeit der Verlängerung um den gleichen Zeitraum. Fraglich bleibt aber, wie und von wem eine Durchbrechung des automatic-stay sanktioniert wird. Ansatzpunkte dazu sind Verhaltenskodizes nach dem Vorbild des London Approach oder eine völkerrechtliche Verankerung mit entsprechenden Sanktionsmöglichkeiten. Das Schuldnerland ist auch daran zu hindern, Handlungen

vorzunehmen, die die Gläubiger benachteiligen. Dies könnte vom neutralen Dritten beaufsichtigt und sanktioniert werden. Die dafür notwendigen Informationen kann der IWF bereitstellen. Die Sanktion bei Zuwiderhandlungen kann die Aufhebung des Verfahrens sein, was bedeutet, dass ein geordnetes Verfahren verweigert wird. Damit droht ein erneuter rush-to-the-courthouse durch die Gläubiger.

Realisierbarkeit des Planes: Auch wenn der Plan erst in den Verhandlungen zwischen Schuldnerland und Gläubiger konkretisiert wird, so hat der neutrale Dritte vorab den Plan daraufhin zu überprüfen, ob das Schuldnerland mit guter Absicht verhandeln wird. Dadurch soll verhindert werden, dass das Verfahren nur zum Zweck eingeleitet wird, die Gläubiger hinzuhalten, ohne substanziell auf deren Belange einzugehen. Die zur überschlägigen Beurteilung notwendigen Informationen könnten der IWF und die Weltbank bereitstellen. Ergänzend könnte der Antrag nur dann zugelassen werden, wenn das Schuldnerland nicht schon in den letzten Jahren einen solchen Antrag gestellt hätte. Wie lang diese Wartezeit zu sein hat, ist dabei noch fraglich. Eine zu kurze Wartezeit erhöht die Wahrscheinlichkeit opportunistischen Verhaltens seitens des Schuldnerlandes, eine zu lange Wartezeit könnte allen Beteiligten eine zu hohe Last aufbürden.

Zwangsgemeinschaft: Alle Gläubiger sind in einer Zwangsgemeinschaft zusammenzuführen, was aber auf internationaler Ebene nur schwer zu erreichen ist, weil die anordnungsbefugte Institution fehlt. Zudem ergibt sich im internationalen Kontext bereits eine natürliche Rangreihenfolge: So sind IWF und Weltbank bevorrechtigte Gläubiger und Gläubiger im Kontext von Handelsströmen bleiben bei Restrukturierungen ganz außen vor. Somit verbleiben Gläubigerregierungen, Banken und Anleihebesitzer. Zumindest die beiden letztgenannten Gläubigergruppen können als Anleihegläubiger in einer Gemeinschaft zusammengefasst werden und mittels collective action clauses und exit consents aneinandergeschweißt werden. Ob die Gruppe der Anleihegläubiger mit dem Londoner und Pariser Club zu einer Zwangsgemeinschaft verbunden werden können, bleibt bisher noch fraglich. Die Interessen aus bilateralen Krediten der Gläubigerländer unterscheiden sich maßgeblich von den Interessen der Gläubigerbanken. Insbesondere die Verknüpfung von Banken mit ihren Heimatländern ist problematisch:

Wenn Banken und Gläubigerländer in einer Restrukturierung einen gleichgroßen haircut akzeptieren, sind die Gläubigerländer auf zweierlei Weise davon betroffen. Einerseits tragen sie den akzeptierten haircut und andererseits tragen sie einen Teil der haircuts, den ihre Banken akzeptierten und nun weniger Steuern zahlen, weil sie weniger Gewinne machen. Die Gläubigerländer haben also ein Interesse daran, einen niedrigeren haircut für sich durchzusetzen und kein Interesse daran, mit den Banken zu einer Zwangsgemeinschaft zusammengeführt zu werden. Vorstellbar ist jedoch, dass ein Insolvenzgericht innerhalb der Zwangsgemeinschaft genau diesen beschriebenen Effekt internalisiert.

Anfechtung: Wenn nach Eröffnung des Verfahrens bestimmte Leistungen vom Insolvenzgericht zurückgefordert werden können, ergibt sich hieraus ein Disziplinierungseffekt für diejenigen Gläubiger, die eine Klage anstreben. Wenn sie mit allzu eigensüchtiger Interessenausrichtung ihre Forderungen durchsetzen, wird gerade diese Leistung im anschließend eröffneten Verfahren zurückgefordert. Dies bewirkt einen Druck zu konformem Verhalten schon im Vorfeld der Restrukturierung.

Zustimmung zum Plan: Der Plan bedarf der Zustimmung der Gläubiger. Welcher Kreis dies zu sein hat, ist genau festzulegen. So ist zu unterscheiden zwischen den heimischen und den ausländischen und zwischen den öffentlichen und privaten Gläubigern. Auch die Dreier-Konstellation an Gläubigern ist zu berücksichtigen: bevorrechtigte (IWF/Weltbank), bisher unbeachtete (Lieferanten) und normale (Banken, Staaten und Anleihebesitzer) Gläubiger. Alsdann ist die Frage zu beantworten, mit welcher Majorität die Entscheidungen angenommen werden – die Einstimmigkeit ist als Alternative zu verwerfen, aber jede Mehrheit zwischen 51 und 99% ist denkbar. Gleichwohl kann zusätzlich noch nach der Schuldensumme und der Kopfzahl der Gläubiger differenziert werden oder Gläubigerklassen gebildet werden, innerhalb derer eine Mehrheit gefunden werden muss. Eine Diskussion von Zustimmungsschwellen erfolgt im Kapitel zu den Collective Action Clauses und kann hier ebenfalls Anwendung finden.

Plandurchführung: Entschieden werden muss, ob die Planausführung allein in der Verantwortung des Schuldnerlandes liegt, oder ob nicht wenigstens partiell der neutrale

Dritte dies überwacht. Als Sanktion ist vorstellbar, dass der Plan hinfällig wird und somit die Schuldenlast wieder auf die ursprüngliche Höhe zurückfällt, ohne dass das Schuldnerland binnen kurzer Zeit wieder einen neuen Antrag auf Einleitung des Verfahrens stellen kann.

4.3. US-Insolvenzrecht als Vorbild

Als ein oft zitiertes Vorbild für ein internationales Insolvenzregime wird das amerikanische Insolvenzverfahren gesehen. Hierin sind zwei Kapitel von besonderer Bedeutung für den Kontext eines Internationalen Insolvenzregimes: Chapter 9 und Chapter 11.

Die Erfahrungen mit Unternehmensinsolvenzen und deren Reorganisation statt Liquidation in den USA haben gezeigt, dass 4 Elemente unabdingbar sind für eine effiziente Restrukturierung (vgl. Miller 2002, S. 3): automatisches Moratorium, Majoritätsabstimmungen, bevorrechtigte Gläubiger und gerichtliche Entscheidung.

Automatisches Moratorium (automatic-stay): In einem Insolvenzregime sollte es die oberste Aufgabe sein, ab Verfahrenseröffnung das Schuldnervermögen vor den Gläubigern solange zu schützen, bis das Gericht die Verwertung anordnet. Es tritt mit Eröffnung des Gerichtsverfahrens nach Ch. 11 ein automatischer Stillstand in den Zahlungsströmen ein, d.h. es fließen keine Schuldendienste mehr vom Schuldner zu den Gläubigern. Somit werden ab diesem Zeitpunkt alle Gläubiger gleichberechtigt und in einer Zwangsgemeinschaft zusammengedrängt – kein Gläubiger kann mehr Zahlungen vom Schuldner verlangen und keinem Gläubiger ist es mehr möglich, Vermögensgegenstände des Schuldners zu verwerten.

Majoritätsabstimmungen: Um das Problem mit den Holdout-Gläubigern lösen zu können, dürfen Entscheidungen während des Verfahrens nicht mehr der Einstimmigkeit unterliegen. Nach Ch. 11 werden Gläubiger in Klassen eingeteilt, innerhalb derer 2/3 des ausstehenden Schuldenstandes und 50% der Gläubiger nach Köpfen einer Entscheidung zustimmen müssen. Insgesamt haben jedoch alle Klassen die Entscheidung anzunehmen – es bleibt hier zumindest eine Quasi-Einstimmigkeit.

Bevorrechtigte Gläubiger: Da ein souveräner Schuldner nicht liquidiert werden kann, bedarf es eines Planes zur Weiterführung der Geschäfte des Schuldners (Reorganisationsplan). Um überhaupt die Reorganisation finanzieren zu können, sind dem Schuldner neue Kreditmittel zuzuführen. Diejenigen Gläubiger, die dies tun, erhalten nach Ch. 11, das im den Fall von Unternehmensinsolvenzen angewandt wird, einen bevorrechtigten Status bei der Bedienung der Schulden.

Gerichtliche Entscheidung: Wenn nicht alle Klassen dem Reorganisationsplan zugestimmt haben, so ist es nach Ch. 11 möglich, dass vom Gericht der Reorganisationsplan trotzdem bestätigt wird.

In den USA können Körperschaften einen Vergleich anstreben, wenn sie ihre Schulden nicht mehr tragen können. Damit wird langwieriges und letztlich ineffizientes Verhandeln und Taktieren zwischen Gläubigern und Schuldner vermieden. Nach US-Insolvenzrecht kann eine Körperschaft bei einem regulären Konkursgericht Schutz nach Chapter 9 beantragen, wenn es insolvent oder unfähig ist, seine Schulden zeitgerecht zu bedienen. In der ursprünglichen Fassung von 1934 mussten noch 51% der Gläubiger der Eröffnung des Insolvenzverfahrens zustimmen; jedoch zeigte die Zahlungsunfähigkeit der Stadt New York 1975, dass eine Zustimmung der Gläubiger praktisch nicht eingeholt werden konnte, weil die Zahl der Gläubiger aus öffentlichen Anleihen viel zu hoch war. In der aktuellen Fassung wird auf die Zustimmung durch die Gläubiger verzichtet.

Der Antrag bei einem regulären Konkursgericht wird daraufhin geprüft, ob er mit gutem Vorsatz, also ohne Missbrauchsabsicht, gestellt worden ist. Wird dies positiv beschieden, tritt der Zahlungsstillstand ein, sodass Gläubiger ihre Forderungen nur noch über den Reorganisationsplan mit der Körperschaft durchsetzen können. An die Stelle der Einzelinteressen jedes Gläubigers tritt dann die Wahrung der Kollektivinteressen der Gläubigergemeinschaft. Das Planverfahren ist bis zu seiner Bestätigung flexibel und frei verhandelbar und gilt als akzeptiert, wenn eine Zweidrittelmehrheit des Schuldenvolumens, mindestens jedoch die einfache Kopfmehrheit in den einzelnen Abstimmungsklassen, dem Plan zugestimmt haben. Das Konkursgericht hat schließlich den Plan zu bestätigen und dabei zu prüfen, ob der Schuldner allen Verpflichtungen

während des Planverfahrens nachgekommen ist, ob die erforderliche Zustimmungsmehrheit der Gläubiger erzielt wurde und ob der Plan im besten Interesse aller Gläubiger ist und durchführbar erscheint.

Bei der Festlegung der Vergleichsquote werden die Einnahmen und Ausgaben der Körperschaften analysiert, wobei Steuerbasen und deren Verbreiterung zu berücksichtigen sind. Es ist zudem möglich, die vorhandene Vermögensmasse zu vergrößern, indem frühere, sich nun als gläubigerschädigend herausstellende Transaktionen rückgängig gemacht werden. Die Gläubiger erhalten eine Quote auf ihre Forderungen, die in einem kooperativen Prozess ermittelt und unter den gegebenen Umständen vernünftigerweise erwartet werden kann.

Dem Gericht ist es jedoch nicht gestattet, in die Entscheidungen der Körperschaft über die Bereitstellung öffentlicher Güter einzugreifen und beispielsweise über einen Abbau von Sozialleistungen Kosten zu reduzieren, die dann an die Gläubiger fließen könnten. Ebenso ist es nach US-Verfassung für Gläubiger unmöglich, eine Körperschaft zu übernehmen, denn damit wäre es den Gläubigern möglich, die Steuern zu erhöhen, um einen höheren Schuldendienst zu erreichen. Die Körperschaft hat jedoch weiterhin im öffentlichen Interesse zu funktionieren und grundlegende Dienstleistungen wie Gesundheit und Sicherheit anzubieten. Die Einschränkungen durch Steuer- und Abgabenerhöhungen dürfen den Lebensstandard der Einwohner nicht auf ein Existenzminimum reduzieren.

4.4. Darstellung und kritische Würdigung des SDRM

Der Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) wurde Ende November 2001 erstmals in einer Rede von Anne O. Krueger erwähnt (vgl. Krueger 2001) und in diversen Diskussionspapieren konkretisiert (vgl. Krueger 2002a und 2002b). Allerdings ist daraus kein offizieller Vorschlag des IWF erwachsen.

Der SDRM sollte dazu dienen, einem Schuldnerland ein geordnetes Verfahren und eine angemessene Frist zur Schuldenrestrukturierung zu ermöglichen. Ausgelöst werden sollte der SDRM vom zahlungsunfähig gewordenen Schuldnerland. Mit dem SDRM

sollte ein Mechanismus gefunden werden, der sicherstellt, dass die Zahlungsunfähigkeit des Schuldnerlandes objektiv nachvollziehbar ist und auf keinen Fall zum Anreiz für die Streichung lästiger Schulden wird. Die Grundelemente des SDRM sind nachfolgend erläutert:

Temporäres Schuldenmoratorium: Zeitgleich mit der Einstellung der Schuldenbedienung setzt ein vorübergehendes Schuldenmoratorium ein. Das Moratorium schafft Zeit für die Vorbereitung einer nachhaltigen Restrukturierung, verhindert den Kapitalabfluss und friert das Klagerecht der Gläubiger ein. Der einzelne Gläubiger wird vor den Handlungen der anderen Gläubiger geschützt: Kein Gläubiger hat zu fürchten, sein Kapital zu spät abzuziehen oder eine Klage zu spät einzureichen.

Gläubigerschutz: Der SDRM stellt sicher, dass nach Einstellung der Schuldenbedienung keine Gläubiger bevorzugt bedient und kein Kapital vor dem Zugriff der Gläubiger in Sicherheit gebracht wird.

Fresh-money: Der Privatsektor stellt frisches Kapital bereit, um das Schuldnerland wieder auf einen Wachstumspfad zu bringen. Dieses Kapital wird von der Restrukturierung ausgenommen und erhält einen bevorrechtigten Rückzahlungsstatus.

Mehrheitsbescheid: Eine qualifizierte Gläubigermehrheit oder ein Insolvenzgericht entscheidet bei den Restrukturierungsverhandlungen.

Ordentliches Verhalten: Das Schuldnerland verpflichtet sich dazu, Umschuldungsvereinbarungen anzustreben und eine Wirtschafts- und Finanzpolitik zu betreiben, die geeignet ist, die Zahlungsfähigkeit wiederherzustellen.

Verwaltung: Das Sovereign Debt Dispute Resolution Forum (SDDRF) verwaltet das SDRM und wird als unabhängiges internationales Gremium mit folgenden Aufgaben konstituiert: Prüfung der Gläubigeransprüche und Schuldenbuchführung, Schlichtung sowohl innerhalb der Gläubigergruppen als auch zwischen Gläubigern und Schuldnerland und Prüfung der Rechtmäßigkeit der Restrukturierungsabkommen (vgl. Speyer/Linder 2003).

Der SDRM sollte allgemeingültig für alle ausländischen Staatsschulden gegenüber Banken, Regierungen und Anleihegläubigern sein. Es war das Ziel, die große Zahl an Restrukturierungsverhandlungen auf multilateraler und bilateraler Ebene deutlich zu reduzieren. Der Zeit- und Kostenaufwand sollte sinken, die Verhandlungen effizienter werden (vgl. Speyer/Linder 2003 und Hefeker 2002, S. 687). Wenn der SDRM über eine Änderung der IWF-Statuten global eingeführt worden wäre, hätte er sofort genutzt werden können. Durch die Verpflichtungserklärungen der IWF-Mitgliedsländer haben IWF-Statuten Vorrang vor nationalem Recht, sodass eine globale Implementierung auf die Überführung des SDRM in nationales Recht eines jeden einzelnen Mitgliedslandes hätte verzichtet werden können. Ebenso wenig wäre es notwendig gewesen, auf Fälligkeiten der bestehenden Anleihen oder Kredite warten zu müssen. Dagegen erfordert eine Abänderung der IWF-Statuten eine qualifizierte Mehrheit von 85% des Stimmenanteils aller IWF-Mitgliedsländer. Es gilt zwar inzwischen als sicher, dass der IWF aufgrund inoffiziellen Drängens der US-Regierung den Plan für ein internationales Insolvenzregime zur Rettung Argentiniens entwickelte (vgl. Porzecanski 2003). Jedoch schien dies nur ein strategischer Schachzug seitens der US-Regierung gewesen zu sein, um zeitgleich den wahren Vorschlag durchsetzen zu wollen: Die US-Regierung präferierte die Implementierung eines vertragsbasierten Ansatzes in Form der Collective Action Clauses, die im nächsten Kapitel vorgestellt werden. So sahen sich die Finanzmarktakteure mit zwei Ansätzen konfrontiert und die Diskussion darüber fand erst 2003 ein Ende: Mexiko integrierte als erstes Schwellenland in einer Großemission CAC unter US-amerikanischer Jurisdiktion und ebnete damit den Weg für die anderen Schwellenländer. Obwohl sich CAC auf den globalen Finanzmärkten durchsetzen konnten, haben sie sich noch nicht bewiesen. Es erscheint deshalb sinnvoll, den Alternativansatz weiterhin zu verfolgen.

Der SDRM stellte auf effiziente Restrukturierungsverhandlungen ab und bot deshalb ein technisch-organisatorisches Instrumentarium zur besseren Organisation von Verhandlungen. Der IWF argumentierte, dass Schuldnerländer vor einer frühzeitigen Restrukturierung zurückschrecken würden, weil sie Verhandlungsschwierigkeiten und Retorsionsdrohungen erwarteten. Hingegen ist auch vorstellbar, dass Schuldnerregierungen ihre Verschuldungsproblematik deshalb nicht frühzeitig angehen, weil sie um ihre noch

bestehende Reputation und den Kapitalmarktzugang fürchten, politisches Scheitern eingestehen müssten sowie innen- und außenpolitisch Rücksichtnahme üben. Erst eine genaue Befragung der Schuldnerländer könnte die wahren Motive zu Tage fördern. Im Ergebnis ist aus beiden Erklärungsansätzen der Schluss zu ziehen, dass die Restrukturierungsverhandlungen tendenziell zu spät begonnen werden.

Restrukturierungen bedürfen Flexibilität hinsichtlich des angedachten Schuldendienstprofils, der politischen Umsetzbarkeit von Reformvorschlägen, der Wachstumsprognosen und Zahlungsbilanzszenarien. Die Zustimmungquote der Gläubiger wird umso höher sein, je mehr Flexibilität das Schuldnerland diesbezüglich hat, insbesondere für eine Berücksichtigung der ökonomischen und rechtlichen Bedürfnisse der verschiedenen Gläubiger. Unter dem SDRM wird jeweils ein standardisiertes, zeit- und kostenintensives Verfahren durchlaufen, obwohl eventuell kleine und länderspezifische Eingriffe ausreichen würden. Da der SDRM jedoch ein Verfahren nach der one-size-fits-all-strategy schaffen würde, wird die notwendige Flexibilität hinsichtlich der Spezifikationen eines Schuldnerlandes nicht erreicht werden (vgl. Speyer/Linder 2003).

Wenn das Restrukturierungsvolumen größtenteils aus Anleihen besteht, sind Probleme kollektiven Handelns der Gläubiger zu erwarten. Da der SDRM Mehrheitsentscheide als ein zentrales Element implementieren würde, blieben die Interessen von Minderheiten automatisch unberücksichtigt, was einerseits zu einem effizienten Verhandlungsprozess führen und damit kosten- wie zeitsparend sein würde, andererseits würden Gläubiger ex post in ihren Gläubigerrechten beschnitten: Werden ihnen in den Anleihebedingungen ex ante noch alle Rechte verbindlich zugesagt, sehen sie sich ex post mit der Auflösung von Gläubigerrechten konfrontiert. Wie in den vorangegangenen Kapitel bereits ausgeführt, sind auch beim SDRM die Holdout-Gläubiger und Vulture-Fonds eine Gefahr. Die Empirie zeigt jedoch, dass weder die Holdout-Gläubiger noch die Vulture-Fonds zu großen Problemen in Restrukturierungsprozessen wurden. Holdout-Gläubiger wurden in vergangenen Restrukturierungen heimlich voll ausbezahlt, Vulture-Fonds akzeptierten die haircuts, denn sie waren immer noch niedriger als der Diskont zu dem sie zuvor die Anleihen am Sekundärmarkt gekauft hatten; sie erreichten im Restrukturierungsprozess trotz des haircuts noch immer einen Gewinn.

Der SDRM würde die Binnenverschuldung sowie die Verschuldung gegenüber multilateralen Institutionen unberücksichtigt lassen. Bei unterschiedlichen Restrukturierungsabkommen käme es automatisch zu unterschiedlicher Behandlung der verschiedenen Gläubigergruppen. Die Verhandlungen zur Binnenverschuldung oder mit multilateralen Institutionen könnten zu günstigeren Bedingungen führen als für Anleihegläubiger nach dem SDRM. Somit würden Anleihen zu einer nachrangigen Schuldenklasse, was zu steigenden Spreads auf dem Primärmarkt führen könnte. Effizienzgewinne aus kosten- und zeitsparenden Restrukturierungen würden durch steigende Kreditkosten wieder aufgezehrt. Dieses Argument gilt hingegen unter dem derzeitigen Restrukturierungsregime in gleicher Weise, sodass der SDRM an diesem Punkt zumindest keine Verschlechterung zum Status Quo bedeutet hätte.

Da nicht alle Schuldenklassen unter den SDRM fallen, ergäbe sich folgende Anreizstruktur – exemplarisch für die Binnenverschuldung: Gläubiger der Binnenverschuldung zögern ihre Verhandlungen solange hinaus, bis der SDRM abgeschlossen ist, um darauf aufbauend eine für sie vorteilhafte Position einzunehmen und günstigere Konditionen als im SDRM auszuhandeln. Umgekehrt haben die Gläubiger, die am SDRM teilnehmen, einen Anreiz, ihre Zustimmung bis zur Restrukturierung aller Schulden hinauszuzögern. In beiden Fällen verzögert sich der Restrukturierungsprozess anstatt ihn zu beschleunigen. Insofern ist vorzusehen, dass im SDRM sämtliche Schuldenklassen gleichzeitig berücksichtigt und verhandelt werden – neben der Binnenverschuldung also auch die bi- und multilateralen Kredite. Gegen diese Vereinheitlichung würden sich hingegen sofort die multilateralen Kreditgeber stellen, denn sie sind in einer Finanzkrise die einzigen, die noch Kredite vergeben und damit dem Schuldnerland frisches Kapital zuführen. Da der SDRM für frisches Kapital einen bevorrechtigten Gläubigerstatus vorsieht, bleiben die multilateralen Institutionen auch ex ante bevorrechtigte Gläubiger.

Die Rolle des IWF im SDRM wäre zwar formell sehr gering, denn alle dem IWF im ursprünglichen SDRM-Vorschlag (SDRM-I) zugedachten Funktionen sind im SDRM-II auf das SDDRF übergegangen. Informell hätte der IWF jedoch weiterhin große Einflussmöglichkeiten. So behält sich der IWF beispielsweise das Recht vor, ein Restruk-

turierungsabkommen als nicht ausreichend zu bewerten und daher seinerseits keine finanziellen Mittel bereitzustellen. Diese zentrale Rolle des IWF ist problematisch, denn üblicherweise ist der IWF einer der wichtigsten Gläubiger und gerät in einen Interessenkonflikt zwischen seiner Position als Gläubiger und als globaler Finanz- und Währungshüter. Darüber hinaus verlangen die Gläubiger in einer Restrukturierung ein glaubwürdiges Reformprogramm vom Schuldnerland, das vom IWF abgesegnet würde. Auch hier kann der IWF Einfluss auf den SDRM nehmen.

Die Rolle des SDDRF wäre nach Ansicht der privaten Banken problematisch: Ihrer Meinung nach würden in Verhandlungen keine Konflikte auftauchen, die nicht innerhalb der etablierten Gläubigerregime gelöst werden könnten. Die administrativen Aufgaben des SDDRF wären auch von einem bestellten fiscal agent oder Trustee wahrzunehmen. Die privaten Banken sahen zudem die Gefahr, dass der Restrukturierungsprozess dadurch politisiert und ein Verhandlungsergebnis erschwert würde. Eine Überprüfung dieser These würde aber erst nach Implementierung des SDDRF möglich sein (vgl. Speyer/Linder 2003 und Hefeker 2002). Abweichend von der Meinung der privaten Banken lässt sich anführen, dass der Pariser und der Londoner Club mit der Implementierung eines SDRM ihre Daseinsberechtigung verlieren und sich auflösen würden. Insofern ist diese Lücke zu schließen. Überdies wäre es effizient, wenn die Funktion eines Supervisors oder Mediators von dergleichen Institution wahrgenommen würde, die auch administrative Aufgaben wie die Informationsbeschaffung und -aufbereitung inne hätte.

Die privaten Banken halten unter einem SDRM-Regime Finanzkrisen für eher wahrscheinlich: Gläubiger antizipieren das Auslösen des SDRM, indem sie ökonomische Schlüsselgrößen aus vergangenen Restrukturierungen beobachten. Nähern sie sich bestimmten Schwellenwerten an, ziehen die Gläubiger Kapital ab oder veräußern ihre Vermögenswerte im Schuldnerland. Zusätzlich stellen sie lediglich kurzfristige Kredite zur Verfügung, weil die Planungssicherheit mit abnehmender Kreditlaufzeit zunimmt. Außerdem ist vorstellbar, dass Anleihebedingungen und Kreditverträge Klauseln enthalten, die die Schulden fällig stellen, wenn ökonomische Schlüsselgrößen Schwellenwerte erreichen. Damit würde es zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung kommen und

die Finanzkrise womöglich erst ausgelöst (vgl. Speyer/Linder 2003, S. 9). Abweichend von den Autoren ist anzumerken, dass auch bisher Verschuldungskennziffern berechnet und beobachtet werden und die Empirie bisher eindeutig zeigt, dass eine Finanzkrise ex ante nicht vorhergesagt werden kann. Überdies zeigten die Ausführungen in den obigen Kapiteln, dass es nicht eine einzelne Verschuldungskennziffer gibt, die einen drohenden default anzeigt noch diese über alle Länder hinweg angewandt werden kann ohne sie um Länderspezifika zu bereinigen. Auch ist sie über die Zeit nicht konstant, weil sich die Finanzmarktstabilität im ständigen Fluss befindet. Gleichwohl ist nicht von der Hand zu weisen, dass es einen Punkt gibt, ab dem Finanzmarktakteure fluchtartig Kapital aus den Schwellenländern abziehen. Theorie und Empirie sind hingegen noch auf der Suche, diesen Punkt genau zu bestimmen.

Fraglich ist beim SDRM, analog zu den CAC's, ob durch seine Implementierung die Kreditkosten für die Schuldnerländer steigen würden. Einige Argumente sprechen dafür: Zum einen steigt allein aufgrund der Existenz des SDRM die Wahrscheinlichkeit, dass Moratorien durch die Schuldnerregierungen ausgerufen werden oder sie innenpolitisch gedrängt werden, den SDRM zu nutzen, was mit dem Schuldner-moral-hazard bereits weiter oben beschrieben wurde. Zum anderen verstärkt die Existenz des SDRM sowie die ungeklärte Rolle des IWF im SDRM die Unsicherheit der Gläubiger über den Verhandlungsprozess. In der Diskussion um den SDRM war bei den Marktteilnehmern die Sorge zu beobachten, dass sich einerseits der burden-sharing weiter zu den privaten Gläubigern verschieben und andererseits der Anreiz für Schuldnerländer wachsen könnte, über den SDRM ihre Schulden zu verringern. Schuldnerregierungen würden jede Chance versuchen zu nutzen, Anpassungslasten von der heimischen Ökonomie auf Dritte zu übertragen. Diese Unsicherheiten könnten zu steigenden Spreads führen. Erst wenn die Unsicherheiten durch Schuldnerländer und den öffentlichen Sektor widerlegt würden, könnten die Spreads wieder sinken. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass die Erfahrung über einen längeren Zeitraum hinweg Unsicherheit aus dem Markt nehmen wird (vgl. Speyer/Linder 2003).

Im Ergebnis der kritischen Würdigung kann gesagt werden, dass das ökonomische Argument der Flexibilität am schwersten wiegt, denn die Schwellenländer sind unter-

einander so heterogen, dass sich eine one-size-fits-all-strategy darauf nicht effizient anwenden lässt. Aus politischer Sicht ist zu konstatieren, dass die USA mit ihrer Sperrminorität im IWF eine zu große Macht inne haben und erst mit der Wiederaufnahme der Idee eines rechtlichen Ansatzes gerechnet werden kann, wenn die CAC in den nächsten Finanzkrisen versagen.

5. Collective action clauses

Bilaterale Schulden gegenüber Staaten werden im Pariser Club, gegenüber Banken im Londoner Club verhandelt. Dies beiden Institutionen haben sich in der Nachkriegszeit selbstständig gegründet und entwickelten sich in den letzten Jahrzehnten zu den entscheidenden Stellen, an denen über bilaterale Schulden verhandelt werden konnte. Eine solche Institution besteht jedoch bisher nicht für Anleihegläubiger. Das im vorherigen Kapitel dargestellte internationale Insolvenzregime könnte diese Lücke schließen, alle Gläubiger zusammenführen und ein ordentliches Verfahren garantieren. In diesem Kapitel soll die Alternative eines vertragsbasierten Ansatzes betrachtet werden. Dazu wird die Historie von Collective Action Clauses (CAC) in England und den USA nachgezeichnet. Darauf folgt eine Beschreibung, welche Klauseln zu den CAC zählen. Restrukturierungsprobleme können nur gelöst werden, wenn eine genügend hohe Zahl an Anleihebesitzern Änderungen in Anleihebedingungen zustimmt, somit gewinnen Zustimmungsschwellen an Bedeutung. Anhand von zwei einfachen Modellen soll diese Problematik dargestellt werden. Dem schließt sich eine Beurteilung der CAC zur Lösung von Verschuldungsproblemen an. Da vermutet wird, dass CAC die Refinanzierungskosten für einen Souverän erhöhen, soll das letzte Unterkapitel einige relevante Teilaspekte zum Kosteneffekt von CAC konkretisieren.

5.1. Collective Action Clauses im historischen Rückblick

Anleihebesitzer des frühen 19. Jahrhunderts waren ähnlichen Problemen ausgesetzt wie die heutigen Anleihebesitzer: Anleihebedingungen konnten lediglich im Konsens mit allen anderen Anleihebesitzern geändert werden. Wenn der Schuldendienst nicht zu seinem Fälligkeitszeitpunkt gezahlt wurde, konnte jeder Gläubiger einzeln seine Rechte gegenüber dem Schuldner geltend machen. Es gab keine Klauseln, die den einzelnen Gläubiger zu einer Konsultation mit anderen Gläubigern zwang. Einer Gruppe von Gläubigern mangelte es an rechtlichen Möglichkeiten, einen Zahlungsaufschub zu gestatten oder einem Schuldenerlass zuzustimmen (vgl. Buchheit/Gulati 2002, S.4). Die einzige Möglichkeit dazu war, dass der einzelne Gläubiger seinen Kupon nicht beim

Schuldner einreichte und auf die Zinszahlung vorerst verzichtete. Einige Zeit später und nach einer wiederhergestellten Zahlungsfähigkeit des Schuldnerlandes könnte er den Kupon nachreichen und erhielt seine Zahlung. Wenn jedoch nur vereinzelt Gläubiger hierfür optierten, war dem Schuldnerland damit wenig geholfen. Im besten Fall verzichteten alle Gläubiger vorerst auf ihre Zinszahlung und verschafften damit dem Schuldnerland Zeit, seine Zahlungsfähigkeit wiederherzustellen – unter der Voraussetzung, dass dies in überschaubarer Zeit gelingen kann.

Jedoch gab es keine rechtlichen Möglichkeiten, andere Gläubiger dazu zu bewegen, ihren Kupon nicht einzureichen. Insofern ist der Anreiz groß, seinen Kupon einzureichen, auch wenn der einzelne Gläubiger es als sinnvoll angesehen hätte, zu verzichten, wenn nur genug andere ebenfalls verzichtet hätten. Mitte des 19. Jahrhunderts sahen sich also Schuldner sofort einem Insolvenzproblem gegenüber, wenn sie lediglich ein Liquiditätsproblem hatten.

England. Auf diese Problematik antwortete die damals global dominierende Londoner Börse, indem sie nur noch Anleihen zur Emission zuließ, die Mehrheitsklauseln enthielten, die eine Zustimmungsschwelle von 75% vorsahen. Mit ihnen war es möglich, auf einer Gläubigerversammlung Änderungen der Anleihebedingungen zu beschließen ohne dass Einstimmigkeit vorzuliegen hatte. Ab 1879 war die Mehrheitsklausel in britische Unternehmensanleihen verbindlich aufgenommen worden, um 1900 herum war sie in fast allen Anleihen enthalten und ihre Nützlichkeit allgemein anerkannt (vgl. Buchheit/Gulati 2002, S.5). Dies dauerte deshalb so lange, weil die bereits vor 1879 emittierten Anleihen noch ohne Mehrheitsklauseln bis zu ihrer Fälligkeit in Umlauf waren. Erst bei Neuemissionen und Prolongationen konnte die Klausel verbindlich eingeführt werden. Es ist naheliegend, davon auszugehen, dass für die Zukunft damit zu rechnen ist, dass es einige Jahrzehnte dauern wird, bis in allen Anleihen CAC aufgenommen werden. Eine raschere Implementierung wird vor allem dadurch erschwert, dass es im modernen 21. Jahrhundert viele Finanzplätze gibt und keine Börse global die Emission von Anleihen dominiert. Aus der gerade dargestellten Historie heraus ist die Mehrheitsklausel noch immer eine Standardklausel sowohl für Unternehmens- als auch Staatsanleihen unter britischem Recht (vgl. Dixon/Wall 2000, S.142).

USA. In den USA standen Anleihegläubiger im späten 19. Jahrhundert vor gleichen Problemen wie ihre britischen Genossen. Anders als in England fanden die Mehrheitsklauseln in den USA kaum Zuspruch. Im US-amerikanischen Recht war eine Anleihe als ein handelbares Instrument verankert, das ein unbedingtes Versprechen beinhaltete, eine feste Geldsumme bei Fälligkeit zu zahlen. Da über eine Mehrheitsklausel nachträglich Änderungen herbeigeführt werden konnten, war ein „unbedingtes Versprechen“ nicht einzuhalten. Insofern ließ die New York Stock Exchange (NYSE) Anleihen mit einer Mehrheitsklausel nicht zum Handel zu (vgl. Buchheit/Gulati 2002, S. 6).

In den USA entwickelte sich stattdessen eine Lösung in Form einer Eigenkapitalrestrukturierung: Eine Gruppe von Gläubigern konnte mit dem Anliegen an ein Gericht herantreten, einen Verwalter für das finanziell angeschlagene Unternehmen zu berufen. Das Unternehmen ging damit weder in den Konkurs noch wurde es unter die Oberaufsicht eines Gerichts gestellt. Es sollte stattdessen ein Restrukturierungsplan in Zusammenarbeit von Schuldner und Gläubiger entwickelt werden. Am Ende der Restrukturierung stand üblicherweise die Übereinkunft mit den Gläubigern, dass die Aktiva des Unternehmens an eine neue Gesellschaft verkauft wurden, deren Eigentümer die alten Gläubiger waren. Somit wurde Fremdkapital komplett in Eigenkapital umgewandelt. Dies ist eine frühe Form eines debt-equity-swaps, der in Kapitel 6 für Staatsschulden vorgestellt wird. Die nicht teilnehmenden Gläubiger erhielten einen Liquidationserlös des alten Unternehmens. Dies führte dazu, dass Holdout-Gläubiger einen starken Anreiz hatten, an der Restrukturierung teilzunehmen und damit nicht zu einem wesentlichen Problem wurden.

In den folgenden Jahrzehnten entwickelten sich die Restrukturierungen jedoch zu ineffizienten Prozessen: Verhandlungen wurden von nicht partizipierenden Gläubigern verzögert, Unternehmenseigner kontrollierten die Restrukturierung von innen heraus und Banken und Rechtsanwaltskanzleien verlangten für Restrukturierungen hohe Beratungsgebühren (vgl. Eichengreen/Kletzer/Mody 2003, S.32f).

Die 1934 gegründete Securities and Exchange Commission (SEC) analysierte als eine ihrer ersten Aufgaben diesen Restrukturierungsprozess auf Unternehmensebene und

kam zu dem Ergebnis, eine vertragsbasierte Restrukturierung zu fördern: Mehrheitsklauseln sollten Einzug in die US-Staatsanleihen, jedoch nicht in Unternehmensanleihen halten. Die SEC erkannte die Gefahr, dass Unternehmenseigner die Mehrheitsklauseln missbrauchen konnten. Indem Eigentümer des Unternehmens die Anleihemehrheit am Sekundärmarkt zu niedrigen Kursen erwerben oder zumindest kontrollieren konnten, zwangen sie die übrigen Gläubiger in der nachfolgenden Restrukturierung zu Schuldenerlassen. Die Eigentümer verloren wenig, da sie die Anleihen zuvor zu niedrigen Kursen am Sekundärmarkt gekauft hatten und nach einem Schuldenerlass das Eigenkapital wieder an Wert gewann. So wurde der fundamentale Grundsatz umgekehrt, dass Fremdkapital vor Eigenkapital bedient zu werden hat: Nicht mehr das Eigenkapital trug das Risiko der Unternehmensinsolvenz, sondern das Fremdkapital. Schon 1939 änderte der amerikanische Kongress die Gesetzeslage mit dem Trust Indenture Act (TIA), indem die Einstimmigkeit implementiert wurde, wenn Schulden erlassen werden sollten (vgl. Buchheit/Gulati 2002, S. 8).

5.2. Darstellung der Klauseln in Anleihebedingungen

Der Begriff *collective action clauses* umfasst eine Reihe Klauseln. Jedoch lässt sich aus der einschlägigen Literatur nur schwer ein Konsens herauslesen, welche konkreten Klauseln unter die CAC für Staatspapiere fallen. Darüber hinaus gestaltet es sich bisher als unmöglich, die genauen Ausformulierungen der CAC in Staatspapieren empirisch auf ihre Effizienz hin zu überprüfen, denn es hat bisher noch keine Finanzkrise gegeben, in der umfassend die CAC in Staatspapieren Anwendung gefunden hätten. Insofern bleiben die nachfolgenden Ausführungen theoretisch.

Es lassen sich zwei zentrale Klauseln finden, sodass eine Anleihe als *mit CAC* bezeichnet werden kann:

- **Majority restructuring oder majority action provisions:** Diese Klauseln erlauben einer Mehrheit der Gläubiger, die Zahlungsbedingungen in einer Anleihe zu ändern und gleichzeitig den Rest der Gläubiger an diese Entscheidung zu binden. Bisher finden sich in den Klauseln entweder eine Zweidrittel- oder Dreiviertelmehrheit.

Darüber hinaus regulieren die Klauseln das Verhalten der Anleihegläubiger auf Gläubigerversammlungen und deren Beschlussfähigkeit.

- **Majority enforcement oder non-acceleration provisions:** Die Fälligkeit einer Anleihe wird von einem Mehrheitsbeschluss der Gläubiger abhängig gemacht. Eine Mehrheit der Gläubiger kann somit verhindern, dass ein einzelner Anleihegläubiger die gesamte Anleihe fällig stellt oder eine Klage initiiert. Gleichzeitig kann eine Mehrheit der Gläubiger die Fälligkeit einer Anleihe wieder zurücknehmen.

In der Diskussion befinden sich drei weitere Klauseln:

- **Collective representation clauses:** In diesen Klauseln wird geregelt, in welcher Weise die Anleihegläubiger in Konsultationen oder Verhandlungen mit dem Schuldnerland vertreten werden.
- **Sharing clauses:** Hierin wird festgelegt, dass alle Zahlungen an die Gläubiger, die aus einer Klage gegen das Schuldnerland erwachsen, pro rata mit allen Anleihegläubigern geteilt werden.
- **Aggregation clauses:** Um nicht jede einzelne Anleihe individuell zu betrachten, regeln diese Klauseln, wie eine Zusammenfassung mehrerer Anleiheemissionen im Abstimmungsprozess zu einer Restrukturierung erreicht werden kann.

Die Motivation, über CAC Anleihebedingungen zu ändern, erwuchs aus der Tatsache, dass auf den internationalen Finanzmärkten für Staatsanleihen grundsätzlich Einstimmigkeitsklauseln vorherrschten und somit Zahlungsbedingungen nur geändert werden konnten, wenn ausnahmslos alle Anleihegläubiger zustimmten. Dies erschien aus mehreren Gründen eine suboptimale Lösung zu sein:

- **Kommunikationsproblem:** Da die Zahl der Anleihegläubiger sehr groß werden kann und zudem global verteilt ist, bedarf es seitens des Schuldnerlandes nicht nur unverhältnismäßig viel Aufwand, diese zu kontaktieren und sie von einer Änderung der Anleihebedingungen zu überzeugen. Vielmehr ist es wahrscheinlich, dass gar nicht alle Gläubiger kontaktiert werden können, beispielsweise weil sie sich effektive Stücke haben aushändigen lassen und damit nicht einmal den depotführenden Banken bekannt sind.

- **Repräsentationsproblem:** Da es nicht vorstellbar ist, dass alle Anleihegläubiger an einem Ort zusammenkommen werden, bedarf es für einzelne Gruppen, beispielsweise auf Länderbasis, eines Repräsentanten dieser Gruppe. Dabei ist rechtlich nicht geklärt, wer als Repräsentant mit welchen Kompetenzen ausgestattet werden kann, um gegenüber dem Schuldnerland die Interessen der Gläubigergruppe zu vertreten.
- **Heterogenitätsproblem:** Auf einem Erwartungsstrahl lassen sich zwei Endpunkte finden. Einerseits wird es Gläubiger geben, die eine so optimistische Einstellung zur Zahlungs- und Reformwilligkeit des Schuldnerlandes aufweisen, dass sie einer Restrukturierung und einem möglichen haircut nicht zustimmen werden. Andererseits wird es Gläubiger geben, die aus opportunistischen Gründen auf volle Rückzahlung bestehen und ebenfalls einem haircut nicht zustimmen werden. Dazwischen gibt es eine Vielzahl an Erwartungen über haircuts und Restrukturierungsbedingungen. Es wird deshalb nahezu unmöglich sein, einen Konsens zu finden, dem ausnahmslos alle Gläubiger zustimmen werden.
- **Gemeinschaftliches Handeln (collective action):** Während sich ein einzelner Gläubiger mit einem Prozess besser stellt (zu Lasten der anderen Gläubiger), würden sich hingegen alle Gläubiger gemeinsam besser stellen, wenn sie in Verhandlungen einwilligen. Es ist das klassische Gefangen-Dilemma:

		B	
		einwilligen	prozessieren
A	einwilligen	80/80	60/90
	prozessieren	90/60	70/70

Angenommen, ein Schuldnerland kündigt gegenüber seinen beiden Gläubigern an, dass es den Schuldendienst suspendieren und in Neuverhandlungen eintreten will. Wenn A und B einwilligen, sinkt der Barwert ihrer Anleihen auf beispielsweise 80%. Weiter angenommen, A willigt ein, so stehen Zahlungsmittel zur Bedienung der Anleihe von B bereit, sodass B sich besser stellt, wenn er nicht einwilligt und auf volle Rückzahlung prozessiert. Dadurch sinkt der Barwert der Anleihe für B auf

nur 90% und A sieht sich einem Barwert von 60% gegenüber. Da das Spiel symmetrisch aufgebaut ist, gelten die gleichen Anreize für A. Im Ergebnis kann keiner der beiden Spieler glaubwürdig darlegen, nicht zu prozessieren, sodass beide Spieler zum Holdout-Gläubiger werden und versuchen, über einen Prozess die volle Rückzahlung zu erreichen; dies wird ihnen hingegen nicht gelingen und aufgrund eines kostenintensiven Prozesses und der damit verbundenen Verzögerungen erhalten beide nur noch einen Barwert von 70% ausgezahlt. Sie hätten sich beide besser gestellt, wenn sie gemeinschaftlich gehandelt und in Neuverhandlungen eingewilligt hätten.

Da es gute Gründe gibt, von der Einstimmigkeitsklausel abzuweichen, bleibt als nächste Frage, wie hoch die Zustimmungsschwelle sein sollte, ab der Änderungen in den Anleihebedingungen als von allen als angenommen gelten sollen.

5.3. Zustimmungsschwellen

Ghosal/Thampanishvong (2007) entwickelten ein 3-Perioden-Modell unter unvollständigen Informationen, in dem ein Souverän sich von einer Gruppe privater Gläubiger n über Anleihen in $t=0$ zur Projektfinanzierung Kapital für die kommenden 2 Perioden leiht. Dafür verspricht er, den Gläubigern Zinsen r und am Ende der Laufzeit ihr Kapital b zurückzuzahlen. Zur Vereinfachung des Modells wird weiter angenommen, dass jeder Gläubiger den gleichen Anteil der ausstehenden Schuld erwirbt.

Der Zinsdienst wird in Periode $t=1$ determiniert von der fiskalischen Leistungsfähigkeit des Souveräns Ω , die jedoch nur ihm allein bekannt ist. Wenn in $t=1$ $\Omega \geq rnb$, ist die fiskalische Leistungsfähigkeit hoch genug, um alle Gläubiger mit Zinsen zu bedienen und die Anleihe läuft weiter in die 2. Periode hinein, andernfalls kommt es zu einem Schuldenproblem in $t=1$.

Der Souverän wird im Fall, dass er die Anleihe nicht weiter mit Zinsen bedienen kann, folgendes anbieten:

- (a) Eine Teilzahlung τ auf die ausstehende Schuld und gleichzeitig
- (b) die Emission einer neuen Anleihe mit 1-periodiger Laufzeit für den nicht bedienten Zinsdienst $rb - \tau$. Die erste Anleihe wird komplett zurückgegeben, sodass dieser Wert in der neuen Anleihe aufgeht. Der Wert der neuen Anleihe für die Gläubiger ist demnach in $t=2$: $[(rb - \tau)(1 + r) + (1 + r)b] = (1 + r)((1 + r)b - \tau)$ und abdiskontiert auf $t=1$: $(1 + r)b - \tau$
- (c) Jeder einzelne Gläubiger entscheidet sich simultan mit allen anderen, ob er dieses Angebot annehmen will oder nicht.

Es sind damit 3 Konstellationen vorstellbar:

- (1) Alle Gläubiger nehmen das Angebot an;
- (2) kein Gläubiger nimmt das Angebot an;
- (3) einige Gläubiger nehmen das Angebot an, der Rest der Gläubigergruppe harrt aus und wird damit zu Holdout-Gläubigern.

Die beiden ersten Fälle sind unproblematisch. Im Fall (1) tauscht der Souverän die alte Anleihe komplett gegen eine neue Anleihe mit neuen Konditionen um. Im Fall (2) sind die neuen Konditionen nicht annehmbar und die Gläubiger beginnen zu klagen.

Für den Fall (3) hat der Souverän in die erste Anleihe CAC (acceleration clause und majority restructuring provision) integriert, die eine kritische Schwelle m (Holdout-Schwelle) zur Ablehnung eines Restrukturierungsangebots vorsehen. Je höher m ist, desto mehr Gläubiger müssen sich dafür entscheiden, das Restrukturierungsangebot des Souveräns abzulehnen; mit steigendem m ist es für den Souverän also leichter, sein Angebot durchzusetzen.

Die Auszahlung in $t=2$ beträgt (pro Gläubiger): $\mathbf{1} - \frac{\mathbf{F}}{(1+r)\mathbf{b}}$ und ist determiniert von γ , Ω und Z .

γ Wahrscheinlichkeit dafür, dass der Souverän in $t=2$ die Anleihe zurückzahlen will ($\gamma=1$) oder nicht ($\gamma=0$); es handelt sich hier um die Zahlungswilligkeit des Souveräns;

Ω die fiskalische Leistungsfähigkeit in $t=2$ ist gegeben $[\Omega = n(1+r)b]$ oder nicht $[\Omega = 0]$; es handelt sich um die Zahlungsfähigkeit des Souveräns;

Z Ertrag für den Souverän für die erfolgreiche Finanzierung des Projekts über die Anleihe. Z wird damit für den Souverän zum Anreiz, die Finanzierung des Projektes zu Ende zu führen, denn nur dann hat er einen Ertrag in Form von beispielsweise steigenden zukünftigen Steuereinnahmen oder sinkender Arbeitslosigkeit.

Während der Souverän seine Zahlungswilligkeit γ und seine Zahlungsfähigkeit Ω kennt, ist dies für den Gläubiger nicht der Fall. Der einzelne Gläubiger erhält lediglich ein beobachtbares Signal $\sigma^i \in \{\gamma - s; \gamma + s\}$.

Die Verhandlungen beginnen damit, dass der Souverän auf der Basis take-it-or-leave-it für jede Kombination aus γ und Ω ein Angebot $\tau \in \left[0; \frac{\mathbf{F}}{\mathbf{n}}\right]$ erstellt. Daraus ergibt sich eine Matrix der Teilzahlungen τ . Da jeder einzelne Gläubiger lediglich ein Signal σ^i beobachtet, ergibt sich für ihn eine neue Matrix seiner signalisierten γ und Ω zu τ und er entscheidet, ob er das Angebot $\alpha^i(\sigma; \tau) = A$ annehmen oder $\alpha^i(\sigma; \tau) = R$ ablehnen

will. Die Anzahl der Gläubiger, die das Angebot ablehnen werden, dieses also insgesamt aufgrund ihrer Matrix so beschieden haben, sei $n_a(\gamma; \tau)$.

Nun entscheidet die Holdout-Schwelle, ob das erste Angebot des Soveräns insgesamt abgelehnt wird.

$n_a(\gamma; \tau) \geq mn$ Die Anzahl der ablehnenden Gläubiger ist jenseits der Holdout-Schwelle und es sind demnach genug Gläubiger gefunden, um das Angebot insgesamt als abgelehnt anzusehen. Damit kommt es zum Prozess in $t=1$ durch die Holdout-Gläubiger und es fallen Prozesskosten L an.

$\alpha^i(\sigma; \tau) = R$ Der Gläubiger, der aufgrund seiner Matrix insgesamt das Angebot abgelehnt hatte, erhält in $t=1$ eine Auszahlung von $g = \alpha - \frac{L'}{(1+r)^t}$, wobei α der Anteil des einzelnen Gläubigers am Liquidationserlös ist und L' seine damit verbundenen Prozesskosten.

$\alpha^i(\sigma; \tau) = A$ Der Gläubiger, der aufgrund seiner Matrix insgesamt das Angebot angenommen hatte, erhält in $t=1$ eine Auszahlung von $l = \beta - \frac{L''}{(1+r)^t}$, wobei β der Anteil des einzelnen Gläubigers am Liquidationserlös ist und L'' seine damit verbundenen Gerichtskosten.

Da jede Gläubigergruppe unabhängig vor Gericht ihre Ansprüche durchsetzen wird, nehmen die Autoren an, dass es einen Vorteil für diejenige Gläubigergruppe gibt, die zuerst einen Prozess anstrebt (Vorreiterbonus): Deren Auszahlungsanteil α sei demnach größer als der der zweiten Gläubigergruppe (Nachfolger) β und die Gerichts-

kosten für den Nachfolger höher als die des Vorreiter ($L' < L''$). Dies beruht auf der Annahme, dass die Verteilungsmasse konstant bleibt, der Souverän also nicht über steigende Steuern oder sinkende Staatsausgaben neue finanzielle Mittel für den Schuldendienst generieren wird. Insofern werden Verhandlungen zu einem Nullsummenspiel: Was die erste Gläubigergruppe über die Klage gewinnt, wird die zweite Gläubigergruppe verlieren.

$$n_a(\gamma; \tau) < mn$$

Die Anzahl der ablehnenden Gläubiger ist unterhalb der Holdout-Schwelle und das Angebot wird insgesamt als angenommen angesehen. Es erfolgen die Teilzahlung und der Tausch der alten Anleihe gegen die neue Anleihe.

$$a^i(\sigma; \tau) = R$$

Der Gläubiger, der aufgrund seiner Matrix das Angebot abgelehnt hatte, erhält eine Auszahlung von

$$\gamma \left(1 - \frac{\tau}{(1+r)b} \right) + \frac{\tau}{(1+r)b} - \frac{L'''}{(1+r)b},$$

wobei L''' wiederum die Prozesskosten darstellen. Obwohl er zur Annahme des Angebots gezwungen wird, entstehen ihm Gerichtskosten.

$$a^i(\sigma; \tau) = A$$

Der Gläubiger, der aufgrund seiner Matrix insgesamt das Angebot angenommen hatte, erhält eine Auszahlung von

$$\gamma \left(1 - \frac{\tau}{(1+r)b} \right) + \frac{\tau}{(1+r)b}$$

Um sich einer optimalen Holdout-Schwelle nähern zu können, sind in einem ersten Schritt die Extrema zu betrachten; in einem zweiten Schritt werden die erwarteten Auszahlungen bei verschiedenen Strategien betrachtet und eine optimale Zahlungswilligkeit daraus hergeleitet; im dritten Schritt wird daraus die optimale Holdout-Schwelle ermittelt.

1. Schritt

Der Fall $m < \frac{n-1}{n}$ bedeutet, wenn $n-1$ Gläubiger das Angebot ablehnen, gilt es insgesamt als abgelehnt. Eine noch weitere Erhöhung von m bewirkt keine Änderungen.

Der Fall $m > \frac{1}{n}$ bedeutet, wenn $n-1$ Gläubiger das Angebot annehmen, gilt es insgesamt als angenommen. Eine weitere Erhöhung von m bewirkt ebenfalls keine Änderungen.

2. Schritt

Der einzelne Gläubiger verfolgt eine symmetrische Strategie $a_{\bar{v}}$, in der er ein Restrukturierungsangebot annimmt, wenn er sich einem Signal $\sigma^i \geq \bar{v}$ gegenüber sieht – er erhält damit eine erwartete Auszahlung $E_A^m(\sigma; a_{\bar{v}})$ – und er es ablehnt, wenn $\sigma^i < \bar{v}$ mit einer erwarteten Auszahlung $E_R^m(\sigma; a_{\bar{v}})$. Seine Entscheidung, das Angebot anzunehmen oder es abzulehnen, ergibt sich aus der erwarteten Auszahlung aufgrund der verfolgten Strategie:

Angebot ablehnen

$$E_A^m(\sigma; a_{\bar{v}}) < E_R^m(\sigma; a_{\bar{v}})$$

Angebot annehmen

$$E_A^m(\sigma; a_{\bar{v}}) \geq E_R^m(\sigma; a_{\bar{v}})$$

Für den Fall, dass das beobachtbare Signal σ genau der Zahlungswilligkeit \bar{v} entspricht,

sei $f_{\bar{v}}(j; \bar{v})$ die Wahrscheinlichkeit, dass j andere Gläubiger das Angebot ablehnen; sie

sei zudem symmetrisch binomialverteilt und vereinfacht als $f(j)$ bezeichnet. Daneben

$$\text{sei } n(m) = \max\{0; m(n-2)\}.$$

Die erwarteten Auszahlungen ergeben sich damit als:

Angebot ablehnen

$$E_R^m(\bar{y}; a_{\bar{y}}) = g \sum_{j=m(n-1)}^{n-1} f(j) + \left[\bar{y} - \frac{L'''}{(1+r)b} \right] \sum_{j=0}^{n(m)} f(j)$$

Angebot annehmen

$$E_A^m(\bar{y}; a_{\bar{y}}) = l \sum_{j=mn}^{n-1} f(j) + \bar{y} \sum_{j=0}^{m(n-1)} f(j)$$

Grafisch zeigt sich dies folgendermaßen:

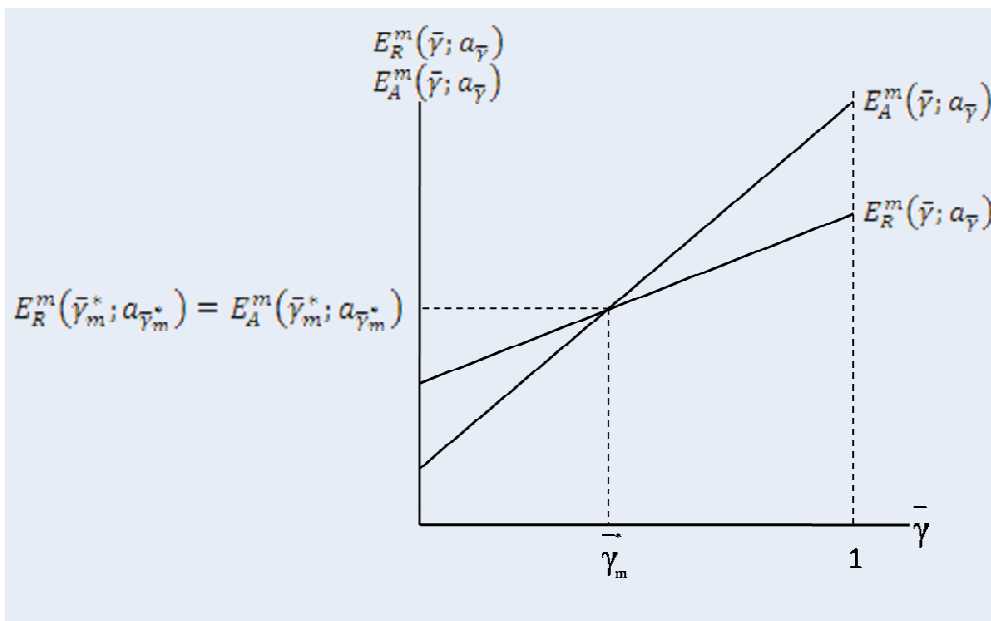


Abbildung 8: Bayesianische Gleichgewichtsschwelle

Quelle: Ghosal/Thampanishvong (2007)

Mit steigender Zahlungswilligkeit \bar{y} steigen auch die beiden erwarteten Auszahlungen $E_R^m(\bar{y}; \alpha_{\bar{y}})$ und $E_A^m(\bar{y}; \alpha_{\bar{y}})$, wobei die Steigung von $E_R^m(\bar{y}; \alpha_{\bar{y}})$ durch die zu berücksichtigenden Gerichtskosten kleiner ist als die von $E_A^m(\bar{y}; \alpha_{\bar{y}})$. Bei einer Zahlungswilligkeit nahe bei 0 ist die erwartete Auszahlung für den Gläubiger höher, wenn er das Restrukturierungsangebot ablehnt und einen Prozess anstrebt – bei niedrigen Gerichtskosten – anstatt es anzunehmen.

Somit ergibt sich eine optimale Zahlungswilligkeit \bar{y}_m^* an der Stelle, an der die Gläubiger indifferent sind zwischen der Annahme und der Ablehnung des Restrukturierungsangebots:

$$\bar{y}_m^* = g + \frac{(g-l) \sum_{j=mn}^{n-1} f(j) - \frac{L'''}{(1+r)b} \sum_{j=0}^{n(m)} f(j)}{f(m[n-1])}$$

Sobald CAC gestärkt werden, was sich in einem steigendem m widerspiegelt, wird $E_A^m(\bar{y}; \alpha_{\bar{y}})$ steiler und $E_R^m(\bar{y}; \alpha_{\bar{y}})$ flacher. Der Wert der optimalen Zahlungswilligkeit \bar{y}_m^* sinkt. Mit steigendem m müssen mehr Gläubiger das Restrukturierungsangebot ablehnen, um es als insgesamt abgelehnt anzusehen und in der Matrix eines jeden einzelnen Gläubigers steigt die Zahl der Strategien, in denen das Angebot angenommen wird. Für den Souverän heißt dies, dass das Restrukturierungsangebot insgesamt mit höherer Wahrscheinlichkeit angenommen wird – er kann sich eine niedrigere Zahlungswilligkeit leisten.

3. Schritt

Um die optimale Holdout-Schwelle \hat{m} herzuleiten, bleiben die Autoren bei Plausibilitätsüberlegungen: Unter der Annahme einer gegebenen Anzahl an Gläubigern n ist an der Stelle $m = \frac{1}{n}$ die optimale Zahlungswilligkeit $\bar{v}_m^* > g$; an der Stelle $m=1$ ist $\bar{v}_m^* < g$. Somit gibt es eine optimale Holdout-Schwelle \hat{m} an der Stelle $\bar{v}_m^* = g$. Dies erklären sie damit, dass ein Restrukturierungsangebot immer dann abgelehnt wird, wenn die Auszahlung aus der Angebotsablehnung kleiner ist als die Auszahlung bei Angebotsablehnung mit gleichzeitigem Prozess.

Wird die Anzahl der Gläubiger n variabel, zeigen die Autoren, dass auch dann die optimale Holdout-Schwelle bei $\bar{v}_m^* = g$ liegt.

Ergebnisse

- (a) An den Extrema bilden sich bayesianische Gleichgewichte: Bei $m < \frac{n-1}{n}$ wird das Restrukturierungsangebot stets abgelehnt; bei $m > \frac{1}{n}$ wird es stets angenommen. An diesen Stellen ist die Entscheidung der Gläubiger unabhängig von ihren beobachteten Signalen σ^i .
- (b) Zwischen den beiden Extrema gewinnen die beobachtbaren Signale σ^i an Bedeutung, was mit einer individuellen Strategie jedes einzelnen Gläubigers korrespondiert und zu einer optimalen Zahlungswilligkeit \bar{v}_m^* des Soveräns führt. Auch dies ist ein bayesianisches Gleichgewicht.
- (c) Stärkere CAC $m \rightarrow 1$ führen dazu, dass mehr Gläubiger ein Restrukturierungsangebot ablehnen müssen, um es insgesamt als abgelehnt anzusehen. Damit fällt es

dem Souverän leichter, seine Anleihe in der Schuldenkrise zu prolongieren und diese damit abzuwenden. Eine Stärkung der CAC führt demnach zu einem geringeren Risiko einer Schuldenkrise.

(d) Soll das Risiko einer Schuldenkrise gleich bleiben, führen stärkere CAC dazu, dass die optimale Zahlungswilligkeit des Souveräns \bar{y}_m^* sinken wird.

(e) Mit der optimalen Zahlungswilligkeit \bar{y}_m^* ist eine optimale Holdout-Schwelle \hat{m} verbunden, die in beiden Fällen – bei einer konstanten und einer theoretisch bis gegen unendlich laufenden Anzahl an Gläubigern – an der gleichen Stelle liegt:

$$\bar{y}_m^* = g.$$

Das Modell basiert auf einem take-it-or-leave-it-Ansatz des Schuldners, der damit zum aktiven Partner in den Verhandlungen wird und die Gläubiger auf das Angebot nur noch reagieren lässt. Die beiden Autoren lassen unberücksichtigt, dass der umgekehrte Fall eintritt: Die Gläubiger beginnen mit einem Angebot bei gleichzeitiger Drohung mit dem Klageweg. Der Schuldner reagiert darauf mit einem Gegenangebot und es entwickelt sich eine Verhandlungslösung.

Die Annahme, dass im Zeitraum der Verhandlungen die Verteilungsmasse konstant bleibt, kann in der Realität nicht gehalten werden. Wie der Fall Argentinien zeigte, zogen sich Verhandlungen über mehrere Jahre hin. In dieser Zeit änderten sich die ökonomischen Rahmenbedingungen, sodass die Verteilungsmasse größer wurde. Das Modell geht davon aus, dass das Mehr, das die erste Gläubigergruppe über den Klageweg erstreiten kann, der nachfolgenden Gläubigergruppe fehlt und diese sich deshalb mit weniger zufrieden zu geben hat. Unter der Annahme, dass die Verteilungsmasse mit der Zeit steigt, kann sich die zweite Gläubigergruppe besser stellen, wenn die erste Gläubigergruppe bereits über den Klageweg befriedigt ist: Die mit der Zeit größer werdende Verteilungsmasse wird unter den wenigen verbliebenen Gläubigern aufgeteilt. Es kann daraus ein Anreiz für Gläubiger erwachsen, Verhandlungen zu verzögern.

Das Modell geht von verschiedenen hohen Gerichtskosten aus. Derjenige Gläubiger, der das Angebot des Schuldners annimmt hat andere Gerichtskosten als derjenige Gläubiger, der das Angebot ablehnt. Beide Gläubigergruppen würden unabhängig voneinander vor Gericht ihre Ansprüche durchzusetzen versuchen. Fraglich ist hier, ob ein Gericht tatsächlich die Gläubigergruppe zweigeteilt verhandelt oder die Gläubigergruppen zusammenfasst und damit als eine gemeinsame Gruppe betrachtet, womit für beide Gläubigergruppen die gleichen Gerichtskosten anfallen.

Um die optimale Holdout-Schwelle herzuleiten bleiben die Autoren bei Plausibilitätsüberlegungen. Sie finden sie an der Stelle, an der die optimale Zahlungswilligkeit der Auszahlung desjenigen Gläubigers entspricht, der aufgrund seiner Matrix insgesamt das erste Angebot abgelehnt hatte. Somit ergibt sich – vereinfacht ausgedrückt – aus dem Liquidationserlös und den Gerichtskosten die optimale Zahlungswilligkeit. Während dies als nachvollziehbar angesehen werden kann, bleiben die Autoren die optimale Holdout-Schwelle, gemessen als Anteil an allen Gläubigern, schuldig. Der wissenschaftliche Beitrag des Modells besteht darin, eine optimale Zahlungswilligkeit für den Schuldner hergeleitet zu haben.

5.4. Eine Beurteilung der CAC

Unter der Annahme, dass eine Restrukturierung der Staatsverschuldung mit CAC zu einem geordneten und schnellen Verfahren wird, haben das Schuldnerland, seine Gläubiger und die internationalen Finanzmärkte insgesamt einen Nutzen daraus. Gleichwohl ist anzumerken, dass es bisher keine empirische Literatur dazu gibt, denn es fehlt an Fallbeispielen für die Anwendung von CAC in Restrukturierungen. Die nachfolgende Beurteilung fußt deshalb nahezu vollständig auf Annahmen.

Moral hazard: Sobald ein default eintritt, gewinnen die CAC an Wert, denn mit den Klauseln wird eine Restrukturierung der Verschuldung einfacher möglich. Daraus erwächst für die Gläubiger die Gefahr, dass das Schuldnerland aus strategischen Gründen in den default geht: Es wäre für das Schuldnerland relativ einfach, einen haircut mit seinen Gläubigern zu erreichen. Insofern sehen sich Gläubiger einem Zeitinkonsistenz-

problem gegenüber: Ex ante haben sie ein Interesse daran, einen default und die Restrukturierung der Verschuldung so teuer und kompliziert zu machen wie möglich, um moral hazard zu minimieren. Aber ex post präferieren sie den Nutzen, der mit einer schnellen und geordneten Restrukturierung durch CAC verbunden ist, sodass die Schuldendienste weiter geleistet werden können.

Da Staatsanleihen üblicherweise ohne Sicherheiten hinterlegung emittiert werden, haben Schuldnerländer mit der Implementierung von CAC einen starken Anreiz, ihre Reputation und damit ihre Bonität hoch zu halten bzw. laufend zu verbessern. Dieser Anreiz steigt überdies, wenn die multilateralen Institutionen glaubwürdig ankündigen können, bei drohendem default keinen bail-out durchzuführen. Unterstellen die Finanzmarktakteure zudem opportunistisches Verhalten beim Schuldnerland, so werden die Spreads mehr steigen als wenn der drohende default aufgrund exogener Schocks für das Schuldnerland unvermeidlich war. Der Reputation des Schuldnerlandes kommt damit wieder eine bedeutende Rolle auf den internationalen Finanzmärkten zu. Die These, dass CAC somit zu einer größeren Anzahl an defaults führen werden, ist nicht schlüssig haltbar.

Esho/Sharpe/Tchou (2004) untersuchten den moral hazard-Effekt, der mit CAC verbunden sei: Anhand der unterschiedlichen Jurisdiktionen unter denen ein Schuldtitel begeben wird, ermittelten sie, welche der 2.749 Unternehmensanleihen aus ihrer Beobachtungsmenge zwischen 1993 und 2002 mit oder ohne CAC emittiert worden waren. Eine darüber hinaus untersuchte Variable war der Distributionskanal, also ob ein private oder public placement stattfand. Die Autoren kommen hierbei zum Ergebnis, dass CAC und private placement signifikant korrelieren und interpretieren diese deshalb als Komplementäre. Private placement würde von den Emittenten gewählt, weil damit ein intensiveres Monitoring seitens der Gläubiger verbunden ist und dem moral hazard Effekt entgegenwirkt. Die Autoren nehmen an, dass die Emittenten eine genaue Analyse durchführen, unter welcher Jurisdiktion sie eine Anleihe begeben und damit eine bewusste Entscheidung für oder gegen CAC in ihren Anleihen treffen. Zur Erinnerung: In einigen Jurisdiktionen sind CAC Pflicht, in anderen dagegen nicht. Die beiden Autoren Gugiatti/Richards (2003) finden hingegen in ihrer Studie Hinweise auf eine bewusste

Entscheidung für eine bestimmte Jurisdiktion, diese wäre jedoch in den Jahren 1993-2002 weniger stark ausgeprägt. Sie führen weiter aus, dass sich in der täglichen Praxis die Emittenten primär für einen Distributionskanal und sekundär für eine bestimmte Währung entscheiden – nicht bewusst also für eine Jurisdiktion. Am Finanzplatz London wäre das private placement üblicher als an anderen Finanzplätzen und die britische Währung hätte keine signifikanten Nachteile gegenüber dem Euro, US-Dollar oder Yen. Insofern würde diese Kausalität bereits einen Großteil der Signifikanz erklären können und die CAC als Erklärungsansatz damit deutlich verlieren. Eine Einschränkung der Studie von Esho/Sharpe/Tchou ist die, dass es sich ausschließlich um Unternehmensanleihen handelt. Es ist weiter davon auszugehen, dass Unternehmen und ihre Gläubiger ein anderes Verständnis von CAC haben, allein schon aus der Tatsache heraus, dass es in jeder Jurisdiktion alternativ zu CAC immer auch ein nationales Insolvenzrecht gibt, das ein geordnetes und schnelles Verfahren im default-Fall sicherstellen kann. Dies ist im internationalen Geschäft für Staatsanleihen nicht der Fall. Entsprechend sind die Ergebnisse der Studie auch in diesem Kontext zu sehen.

Zwangsvollstreckung durch eine Mehrheit (majority enforcement clause): CAC bergen die Gefahr, dass mit ihnen eine Erosion der Gläubigerrechte stattfindet, insbesondere das Recht auf Zwangsvollstreckung für jeden einzelnen Gläubiger. CAC sind hingegen angetreten, um die Rechte der Gläubiger insgesamt zu stärken. Wenn eine Mehrheit der Gläubiger eine Zwangsvollstreckung zu einem bestimmten Zeitpunkt ablehnt, ist die Minderheit der Gläubiger an dieses Abstimmungsergebnis gebunden und der einzelne Gläubiger verliert damit sein Recht auf Zwangsvollstreckung. In den majority enforcement clauses werden deshalb die Regeln für eine Zwangsvollstreckung aufgestellt, um ein Gegengewicht zur Schwächung der Gläubigerrechte des einzelnen Anleihebesitzers zu erreichen:

- (1) **Acceleration clause:** Ein einzelner Gläubiger hat das Recht, die Anleihe sofort fällig zu stellen, wenn Zahlungsverzug besteht. Erst wenn diese Voraussetzung erfüllt ist, kann ein Gläubiger damit beginnen, den Schuldendienst einzuklagen. Wenn eine Anleihe nicht von einem Gläubiger fällig gestellt werden kann, kann auch der Schuldendienst nicht eingeklagt werden. Das Recht auf Fälligkeitstellung ist also unabdingbar.

- (2) **Reversal of acceleration clause:** Eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger kann die Fälligkeit der Anleihe zurücknehmen, um damit eine Verwertung von Sicherheiten, initiiert durch einzelne Gläubiger, zu verhindern.
- (3) **Sharing clause:** Alle Zahlungen des Schuldnerlandes an einen oder eine Gruppe an Gläubigern sind auf einer pro rata Basis mit allen anderen Gläubigern zu teilen. Dies wird der einfachste Weg sein, um Holdout-Gläubiger fern zu halten, denn selbst wenn sie eine Zahlung über den Klageweg erreichen sollten, sind sie gezwungen, diese Zahlung mit allen anderen Gläubigern zu teilen.

Sharing clause: Die Ausgestaltung einer sharing clause beruht darauf, dass der default eines Landes als eine Situation verstanden wird, in der es dem Schuldnerland nicht mehr gelingt, seine finanziellen Mittel zu steigern. Infolgedessen bleibt die Verteilungsmasse für den Schuldendienst konstant. Eine Zwangsvollstreckung in die Vermögenswerte des Landes wird damit zu einem Nullsummenspiel: Auf das, was der eine Anleihegläubiger gerichtlich gewinnen kann, hat ein anderer Anleihegläubiger zu verzichten. Es entsteht ein starker Anreiz, als erster Anleihegläubiger ein Gerichtsverfahren anzustreben und damit den „rush to the courthouse“ zu begründen. Denn es gewinnen die ersten klagenden Anleihegläubiger zu Lasten aller übrigen. Um dieses Defizit zu heilen, sind die CAC um eine sharing clause zu erweitern, die nicht nur alle Anleihegläubiger untereinander gleichstellen (einfache sharing clause), sondern dies auch über alle Gläubigerklassen hinweg erreichen (erweiterte sharing clause). Andernfalls kann sich die Gruppe der Anleihegläubiger besser stellen zu Lasten der übrigen Gläubigerklassen, wenn sie den Klageweg beschreiten. Entsprechend ist die erweiterte sharing clause in den Kreditverträgen aller anderen Gläubigerklassen zu implementieren. Allein schon die multilateralen Institutionen als bevorrechtigte Gläubiger würden diese Klauseln in ihren Kreditverträgen nicht zulassen. Wenn sie nicht mehr bevorrechtigt sind und sich haircuts gegenübersehen, werden sie Kredite wahrscheinlich mehr am Risiko ausrichten, was zu signifikant höheren Spreads und eventuell strengeren Bedingungen führt. Dies wiederum kann nicht im Interesse des Schuldnerlandes sein, sodass es wenig Anreiz hat, die erweiterte sharing clause in alle Kredit- und Anleiheverträge aufzunehmen. Es bliebe demnach, allen privaten Gläubigern die erweiterte sharing clause in ihre Vertragsbedingungen zu schreiben. Eine Gleichbehandlung

aller Gläubigerklassen bis auf die multilateralen Institutionen wäre erreichbar, wenn die beiden Gläubigerclubs an ihren selbst aufgestellten Grundsätzen festhalten: Die beiden Gläubigerclubs folgen dem Grundsatz, dass die Konditionen, die der eine Club dem Schuldnerland einräumt, auch vom anderen Club zu akzeptieren sind – beide Clubs stellen sich somit gegenüber dem Schuldnerland gleich. Wenn über CAC in Anleihebedingungen und Kreditverträgen von Finanzinstitutionen eine erweiterte sharing clause implementiert wird, ist automatisch der Pariser Club (Gläubigerregierungen) mit eingeschlossen und die erweiterte sharing clause gewinnt an Wert. Gleichwohl können Pariser und Londoner Club einfach auf den Grundsatz der Gleichbehandlung untereinander verzichten und die Anleihegläubiger fallen wieder in den Status der Nachrangigkeit. Die sharing clause verliert damit an Wert.

Mehrheitsbeschlüsse und gutwillige Gläubiger: Ohne CAC bleibt stets der Anreiz für einen einzelnen Gläubiger bestehen, Beschlüsse nicht mitzutragen und auf seine Forderungen zu bestehen und diese im Extremfall gerichtlich einzuklagen. Um diesen Anreiz auszuschalten werden mit Mehrheitsbeschlüssen alle übrigen Gläubiger an den Beschluss gebunden und haben damit nicht mehr die Möglichkeit, ihre Forderungen auf anderem Wege durchzusetzen – Holdout-Gläubiger werden wirksam ausgeschlossen. Damit werden jedoch deren Rechte beschnitten, was nicht im Interesse eines einzelnen Gläubigers liegt und potenzielle Gläubiger abschrecken könnte, denn obwohl sie nicht opportunistisch handeln, könnten sie trotzdem an einen Mehrheitsbeschluss gebunden werden. Die CAC sind demnach effektiv gegen Holdout-Gläubiger, jedoch auf Kosten der Beschneidung der Gläubigerrechte gutwilliger Gläubiger.

Freiwillige Umtauschangebote: Einem Schuldnerland steht die Möglichkeit offen, die CAC nicht zu nutzen und stattdessen ein freiwilliges Umtauschangebot seinen Gläubigern zu unterbreiten. Dabei sieht es sich zwei Problemen gegenüber, um eine ausreichend hohe Partizipationsrate zu erreichen: Einerseits hat das Umtauschangebot so attraktiv für die Gläubiger zu sein, dass genügend Gläubiger zustimmen. Dies ist über einen niedrigen haircut erreichbar, sodass sich das Schuldnerland nur einen geringen oder gar keinen Nettonutzen sichern kann. Andererseits wird die Partizipationsrate niedrig sein, wenn der Nettonutzen aufgrund eines höheren haircuts für das

Schuldnerland größer ausfällt. Diejenigen Anleihen, die nicht getauscht werden, sind weiter zu bedienen, sodass der Nettonutzen aus den neuen und alten Anleihen zu ermitteln ist. Aus der großen Anzahl alter Anleihen erwächst kein Nutzen, dem jedoch Transaktionskosten aus dem freiwilligen Umtauschangebot gegenüberstehen. Hier einen Nettonutzen über alte und neue Anleihen zu erreichen wird schwer möglich sein. Diejenigen Gläubiger, die nicht getauscht haben, auszubezahlen, diskriminiert die tauschenden Gläubiger, was den Anreiz für Gläubiger in zukünftigen freiwilligen Umtauschangeboten erhöht, zu Gläubigern zu werden, die nicht freiwillig tauschen. Zukünftige freiwillige Umtauschangebote sind demnach mit deutlich attraktiveren Bedingungen auszugestalten.

Exit consents: Um die Gläubiger, die nicht freiwillig tauschen, nicht auszahlen zu müssen, kann das Schuldnerland mit den Altanleihen in den default gehen. Damit ist jedoch das Risiko einer Klagewelle verbunden, die zur Sicherheitenverwertung führen könnte. Die diesbezüglichen Kosten für das Schuldnerland schmälern den erwarteten Nettonutzen des freiwilligen Umtauschangebots. Um den Nettonutzen zu erhöhen, werden freiwillige Umtauschangebote von exit consents begleitet: Gleichzeitig mit der Zustimmung zum Umtausch der Altanleihe gegen die neue Anleihe werden die nicht-finanziellen Anleihebedingungen der Altanleihe so verändert, dass die Altanleihe für Gläubiger, die nicht freiwillig getauscht hatten, unattraktiv wird. Zur Änderung von nicht-finanziellen Klauseln bedarf es unter keiner Jurisdiktion Einstimmigkeit. In dem Ausmaß, wie der Anreiz zum Ausharren reduziert wird, steigt die Partizipationsrate und der Umtausch kann erfolgreich durchgeführt werden. Mit einem freiwilligen Umtauschangebot, ergänzt um exit consents, werden CAC also umgangen. Die Gläubigerrechte werden nicht ex post beschnitten, da sich jeder Gläubiger ex ante beim Kauf der Anleihe darüber bewusst ist, dass nicht-finanzielle Klauseln mit einem Mehrheitsbeschluss geändert werden können und er damit von Beginn an auf Gläubigerrechte verzichtet hat.

Missbrauch der Mehrheitsbeschlussklauseln: Ein Schuldnerland ist in der Lage, entweder selbst oder über abhängige Entitäten auf dem Sekundärmarkt seine eigenen Anleihen zurückzukaufen. Sobald es zur Beschlussfassung über eine Restrukturierung kommt, kann das Schuldnerland in seinem eigenen Sinne abstimmen und somit bereits

eine garantierte Partizipationsrate erreichen. Um diesem Anreiz entgegenzuwirken, bieten CAC begleitend eine Entrechtungsklausel (disenfranchisement provision), sodass alle stimmberechtigten Anleihen, die von der Emittentin oder ihr nachgeordneter Entitäten gehalten werden, aus dem Abstimmungsprozess herausgenommen werden. Es dürfte mit niedrigen Transaktionskosten verbunden sein, diese Anleihen aus dem Prozess zu entfernen, jedoch verbleibt die Frage, wie so genannte Strohleute gefunden werden können. Das Schuldnerland kann indirekt beispielsweise eine befreundete Regierung dazu bewegen, einen maßgeblichen Anteil der eigenen Staatsverschuldung am Sekundärmarkt aufzukaufen und sich im Abstimmungsprozess entsprechend im Sinne des Schuldnerlandes zu verhalten. Als Kompensation für den haircut, den die befreundete Regierung erleidet, fließen dann keine finanziellen Mittel, sondern indirekte Leistungen, die schwer nachgewiesen werden können. Überdies kann ein Schuldnerland informell Einfluss auf seine heimischen Gläubiger nehmen.

Heimische Investoren können einen maßgeblichen Anteil der Staatsverschuldung halten, entweder weil sie am Primärmarkt sehr aktiv sind oder weil sie sie über den Sekundärmarkt gekauft haben. Diese heimischen Investoren stehen nicht in einer juristischen Beziehung zum Schuldnerland, sind jedoch nicht frei von Einflussmöglichkeiten durch die Regierung. Insofern können sich die heimischen Investoren moralischen Appellen oder Zwang ausgesetzt sehen: In einem positiven Sinne kann die Schuldnerregierung mit wohlwollenden Gesetzen für die Gruppe der heimischen Investoren locken, in einem negativen Sinne kann sie mit der Verschärfung von Vorschriften drohen. Diesen genannten Anreizen für das Schuldnerland steht der Disziplinierungseffekt der Reputation gegenüber: Sollten die internationalen Finanzmärkte ex post zu der Erkenntnis gelangen, dass sich das Schuldnerland seiner Einflussmöglichkeiten übermäßig und in einem opportunistischen Sinn bedient hat, werden die Spreads aller Anleihen steigen und Neuemissionen damit verteuert. Während das Schuldnerland einmalig eine Restrukturierung zu relativ günstigen Konditionen erreichen konnte, wird es für die Zukunft mit höheren Finanzierungskosten bestraft. Es ist anzunehmen, dass sich ein Schuldnerland für langfristig niedrige Finanzierungskosten entscheidet und sich deshalb selbst diszipliniert.

Als Ergebnis ist festzuhalten, dass allein der Disziplinierungseffekt ausreicht, um ein opportunistisches Verhalten des Schuldnerlandes zu unterbinden. Die disenfranchisement provision wird damit zu einer notwendigen Bedingung, um den Disziplinierungseffekt zu fördern, jedoch nicht zu einer hinreichenden Klausel für CAC.

Zustimmungsschwelle: In CAC sind verschiedene Mehrheitsschwellen zu finden. Während es ohne CAC Standard ist, Einstimmigkeit bei Änderungen von finanziellen Bedingungen zu verlangen, gilt für die Änderung von nicht-finanziellen Anleihebedingungen je nach Jurisdiktion eine Zweidrittel- oder Dreiviertelmehrheit. Die CAC-Modellklauseln der EMCA sehen zur Änderung finanzieller Bedingungen eine Schwelle von 95% vor. Begründet wird diese sehr hohe Schwelle damit, dass Gläubiger ein opportunistisches Verhalten des Schuldnerlandes vermuten in dem Sinne, dass es informell Einfluss auf seine Gläubiger nimmt – wie im vorherigen Abschnitt beschrieben. Nun bleibt die These zu untersuchen, ob das Schuldnerland opportunistisch handelt oder der Disziplinierungseffekt überwiegt. Darüber hinaus gäbe es Hinweise darauf, dass in jedem Schuldnerland lediglich 2-3% der Anleihen von Holdout-Gläubigern gehalten werden (vgl. Häsel 2007, S. 15). Insofern bedarf es keiner Zustimmungsraten von unter 90-95%. Zudem würden Zustimmungsraten von unter 90% zu viele Gläubiger an einen Mehrheitsbeschluss binden und sie damit ex post in ihren Gläubigerrechten beschneiden.

Während in unilateralen Umtauschangeboten und bei der Nutzung von exit consents die Gefahr besteht, dass einige Anleihen nicht getauscht werden, besteht diese Gefahr bei der Nutzung von CAC nicht, denn mit ihnen werden die Holdout-Gläubiger an die neuen Bedingungen gebunden.

Aggregationsproblem: Es besteht keine Pflicht, Anleihen mit CAC auch hierüber zu restrukturieren. Ohne eine entsprechende aggregation clause finden Verhandlungen für jede Anleihetranche separiert von allen anderen Tranchen statt. Auf der ersten Ebene sind die Holdout-Gläubiger einer jeden Tranche zu binden. Auf der nächst höher aggregierten Ebene stehen die verschiedenen Anleihetranchen in Konkurrenz zueinander. Wenn für eine einzelne Tranche eine Lösung gefunden wurde, ist dies nicht automatisch

auch für alle anderen Tranchen der Fall. Die letzte zu verhandelnde Tranche kann sich auf dieser Ebene als die Holdout-Tranche herausstellen: Wenn alle anderen Tranchen einen haircut akzeptieren, könnte genügend Verteilungsmasse entstanden sein für die volle Bedienung der letzten Anleihetranche. Insofern haben die Gläubiger der letzten Anleihe einen starken Anreiz, sich in die Holdout-Position zu begeben. Dieses Problem kann mit einer Aggregationsklausel gelöst werden, so beispielsweise indem die Minderheit aller gewichteten Anleihetranchen an das Zustimmungsergebnis der Mehrheit aller anderen gewichteten Tranchen gebunden wird. Auf der nächsthöheren Ebene steht die Finanzierung über Anleihen mit allen anderen Schuldeninstrumenten in Konkurrenz: Hat die Gesamtheit der Anleihegläubiger einen haircut akzeptiert, könnte genug Verteilungsmasse generiert worden sein, um beispielsweise Bankdarlehen oder bilaterale Kredite voll zu bedienen.

Das Problem des Ausharrens und damit der Erwartung, mehr zu bekommen als alle anderen Gläubiger, kann auf allen Ebenen effektiv bekämpft werden, indem eine sharing clause in alle Schuldeninstrumente integriert wird: Derjenige Gläubiger oder diejenige Gläubigergruppe, die Zahlungen des Schuldners an sich durchsetzen kann, die über die Zahlungen an alle übrigen Gläubiger hinausgeht, hat diesen Überschuss zu gleichen Teilen mit allen anderen Gläubigern zu teilen. Dabei besteht jedoch das Problem der bevorrechtigten Gläubiger: Einerseits ist es sinnvoll, eine Seniorität für diejenigen Gläubiger einzuräumen, die im Restrukturierungsprozess fresh money bereitgestellt haben – allein schon aus dem Anreiz heraus, dass andernfalls kein Gläubiger überhaupt bereit wäre, frisches Kapital bereitzustellen. Andererseits darf in deren Schuldeninstrument keine sharing clause enthalten sein, weil sie damit ihren bevorrechtigten Gläubigerstatus wieder verlieren würden. Eine ähnliche Überlegung gilt für die multilateralen Finanzinstitutionen: Sie würden in Vorkrisenzeiten kein Kapital bereitstellen, wenn sie die Erwartung hätten, haircuts tragen zu müssen, sollte die Krise trotz ihrer Kredite eintreten. Der Zweck der multilateralen Finanzinstitutionen ist es – neben anderen Aufgaben – Krisen mit Krediten zu verhindern. Dazu sind sie jedoch nicht seitens ihrer Statuten gezwungen. Insofern darf an dem bevorrechtigten Gläubigerstatus kein Zweifel aufkommen. Anders dürfte die Überlegung ausfallen, wenn es auf globaler Ebene einen international-lender-of-last-resort geben würde. Ohne hier in

die genauen Ausgestaltungsoptionen einzusteigen sei der Hinweis erlaubt, dass wenn es eine Institution gäbe, die in genau definierten Fällen gezwungen wäre, einen Kredit zu geben, diese gleichzeitig auch einen haircut tragen müsste. Dies wäre jedoch in den Statuten dieser Institution zu konstituieren und damit von der Weltgemeinschaft so gewünscht sein. Es bleibt fraglich, ob die Weltgemeinschaft bereit wäre, haircuts in solchen Fällen zu tragen. Aus Gründen der Finanzmarktstabilität ist dies nicht generell zu verneinen.

Das Problem der Aggregation kann in einem unilateralen Umtauschangebot leicht umgangen werden: Das Schuldnerland kann von sich aus eine Aggregation von Anleihen vornehmen und allen Gläubigern der entsprechenden Anleihetranchen ein freiwilliges Angebot unterbreiten. Wenn das Angebot mit exit consents verbunden wird, können die Anleihen der Holdout-Gläubiger so unattraktiv werden, dass sich keine Gläubiger mehr für diese strategische Option entscheiden und dem Umtauschangebot zustimmen.

Implementierungsproblem: Kosten, die mit der Implementierung von CAC in Anleihen verbunden sind, fallen sofort an, während der Nutzen aus ihnen erst eintritt, wenn ein Schuldnerland gar nicht oder zeitverzögert in den default gehen muss und mit Hilfe der CAC eine Schuldenrestrukturierung effizienter durchführt als im derzeitigen Restrukturierungsregime. Wenn CAC in Anleihen integriert werden, fallen Kosten für ihre Entwicklung an, beispielsweise für juristische Beratung. Daneben sind die Gläubiger davon zu überzeugen, dass eine Anleihe mit CAC für sie nicht mit Nachteilen verbunden sind. Dafür sind Marketingkosten einzuplanen. Es ist überdies vorstellbar, dass die Länder, die CAC in ihre Anleihen implementieren, stigmatisiert werden: Gläubiger hinterfragen, warum ein Land CAC integriert, das Nachbarland jedoch nicht. Hieraus leiten sie Rückschlüsse über die Bonität des emittierenden Landes her, sodass Anleihen mit CAC höhere Spreads auf dem Primärmarkt anzubieten haben. Das nachfolgende Unterkapitel 5.5 setzt sich mit den diesbezüglichen Kosten auseinander.

Der Theorie der Neuen Politischen Ökonomie folgend haben Politiker einen starken Anreiz, wiedergewählt zu werden und deshalb eine Politik zu betreiben, die einen erkennbaren Nutzen in ihrer Amtsperiode stiftet. Dementsprechend verspürt kaum ein

Politiker den Anreiz, die Kosten für die Implementierung von CAC in seiner Amtsperiode aufgebürdet zu bekommen und den Nutzen daraus nicht mehr zu erleben. Überdies bleiben die CAC für ihn bis zum Erlebensfall wertlos. Erst im Krisenfall haben sie sich einer Bewährungsprobe zu stellen. Da derzeit auf rein theoretischer Ebene Klauseln ausformuliert wurden, die ex ante als effektiv und effizient angesehen werden, bleibt abzuwarten, ob die Klauseln die an sie gestellten Anforderungen erfüllen können. Die Effektivität ist zudem nicht voll gegeben, solange nicht in allen Anleihen CAC implementiert wurden – im längsten Fall wird dies dauern, bis die langfristige Anleihe fällig gestellt wurde. Jeweils bei Prolongationen bzw. Neuemissionen können Anleihen mit CAC ausgestattet werden. Theoretisch sind Schuldentrückkäufe bei gleichzeitiger Emission neuer Anleihen mit CAC möglich. Die damit verbundenen Kosten und der nicht augenblicklich erkennbare Nutzen daraus könnten in der Praxis dazu führen, dass dies keine Option ist. Darüber hinaus bedarf es der CAC auch in allen anderen Schuldeninstrumenten neben den Anleihen. Je eher die Länder damit beginnen, CAC in ihren Anleihen zu implementieren, desto kleiner wird das Transitionsproblem ausfallen.

Externalitäten: Es ist zu vermuten, dass CAC nicht nur direkte Kosten und Nutzen bei den teilnehmenden Partnern verursachen bzw. generieren, sondern darüber hinaus bei Dritten. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass weder ein Schuldnerland noch seine Gläubiger diese Effekte in ihrem Wirtschaftskalkül berücksichtigen. Es sind 3 Aspekte hierbei zu nennen: (1) Zählt der IWF auch als dritte Partei, so ist sein Interesse an der Vermeidung von Finanzkrisen nicht nur als Schutzmaßnahme zur Werterhaltung seiner eigenen Kredite zu verstehen. Da der IWF Zahlungsbilanzschwierigkeiten bekämpfen soll, um damit die Finanzmarktstabilität zu erhöhen, zumindest aber Instabilitäten hier nicht zuzulassen, hat er einen Nutzen daraus, dass CAC ex ante die Wahrscheinlichkeit für eine tiefe Finanzkrise mit anschließendem default senken. Damit wird der Druck auf den IWF zu neuer Kreditvergabe gesenkt, was die dahinterstehenden Kapitalgeber begrüßen, indem sie nicht mit Nachschusspflichten bei übermäßiger Kreditvergabe des IWF an überschuldete Schwellenländer konfrontiert sind. (2) Gleichfalls könnten durch CAC Ansteckungsgefahren auf den internationalen Finanzmärkten sinken, indem mit der Erwartung einer geordneten und schnellen Restrukturierung die Spreads anderer Schuldnerländer nicht oder zumindest weniger stark beeinflusst werden. (3) Die

Industrieländer profitieren von stabilen Schwellenländern genauso wie von einer globalen Finanzmarktstabilität. Zu nennen sind hier Kausalitäten bei der Allokation von Kapital der sozialen Sicherungssysteme. Beispielsweise finden kapitalgedeckte Pensionssysteme langfristig in den Schwellenländern attraktive Anlagemöglichkeiten. Dies dürfte dabei helfen, die heimischen Probleme des demografischen Wandels zu lindern. Durch den Kapitalzufluss haben arme Länder die Möglichkeit, sich zu Schwellenländern zu entwickeln und Schwellenländer zu entwickelten Ländern. Damit einher gehen neue Absatzmärkte für die Industrienationen; die Globalisierung kann somit fortschreiten.

5.5. Empirische Analyse der CAC

Der im vorherigen Abschnitt angesprochene Kosteneffekt für Schuldnerländer ist mehrfach empirisch untersucht worden. Dabei wurde stets untersucht, ob aus der Implementierung von CAC in Anleihebedingungen nach Ansicht der potenziellen Gläubiger Rückschlüsse über die Zahlungsmoral des Souveräns gezogen werden können.

Einerseits: Wenn die CAC so ausgestaltet sind, dass eine Restrukturierung über sie mit nur geringen Kosten für ein Schuldnerland verbunden ist, weil die Schuldenrestrukturierung einfacher wird – bei gleichbleibendem Nutzen eines defaults –, steigt der Anreiz für einen Souverän, aus einer strategischen Entscheidung heraus in den default zu gehen. Damit steigt das Länderrisiko, was sich in einer höheren Risikoprämie niederschlägt und die Kapitalbeschaffungskosten für einen Souverän erhöht (vgl. Dixon/Wall 2000, S. 146 und IMF 2002b, S. 10).

Andererseits: Wenn die CAC so ausgestaltet sind, dass der Restrukturierungsprozess über sie mit hohen Kosten verbunden ist, sinkt die Wahrscheinlichkeit für einen strategischen default durch den Souverän. Dadurch sinken die Risikoprämien und Kapitalbeschaffungskosten.

Die beschriebenen Kausalitäten sind nicht nur auf dem Primärmarkt präsent, sondern auch auf den Sekundärmärkten: Auf dem Sekundärmarkt steigen oder sinken – je nachdem, ob die CAC zu hohen oder niedrigen Restrukturierungskosten führen – die

Risikoprämien für die Anleihen mit CAC. Ein Zahlungsausfall in einer Anlageklasse kann ein Hinweis darauf sein, dass durch eine Nichttragfähigkeit der Schuldenlast alle anderen Anlageklassen ebenfalls nicht bedient werden und sich die Bonität des Schuldners insgesamt verschlechtert hat. Dies wiederum determiniert die Spreads vieler anderen Anlageklassen (vgl. Gugiatti/Richards 2003, S. 9).

Allen Untersuchungen ist gemein, dass sie sich einer einfachen Annahme bedienen: Anleihen unter New Yorker und deutschem Recht haben keine CAC in ihren Bedingungen. Anleihen, die am Finanzplatz London emittiert wurden, sind dagegen mit CAC ausgestattet. Die unterschiedliche Behandlung an den Finanzplätzen ist aus der Historie begründet.

- (1) Tsatsaronis (1999) untersucht die Spreads auf dem Primärmarkt für 263 Anleihen der Jahre 1990-1999 mithilfe einer linearen Regression. Die Anleihen wurden nach deutschem, englischem oder New Yorker Recht emittiert mit einem Volumen von mindestens 300.000 US-Dollar. Er kommt zu dem Ergebnis, dass es keine statistische Signifikanz für Unterschiede in den Spreads unter verschiedenen Jurisdiktionen gibt: Unter New Yorker Recht (keine CAC) sind die Spreads bei einem 10%-Signifikanzniveau zwar niedriger, jedoch kann die Signifikanz bei leichten Änderungen des zugrundeliegenden Schätzmodells nicht gehalten werden. Unter englischem Recht (mit CAC) sind die Spreads zwar höher, jedoch ebenfalls nicht signifikant.
- (2) Eichengreen/Mody (2000a und 2000b) untersuchten rund 2.400 Unternehmens- und Staatsanleihen, die in den Jahren 1991 bis 1999 emittiert wurden hinsichtlich ihrer Spreads auf dem Primärmarkt. Neben globalen Rahmenbedingungen, Charakteristika der Emittenten und Anleihespezifika nehmen die beiden Autoren eine Dummy-Variable für die Emissionsorte auf (New York, London und Rest). Mit Berücksichtigung des Endogenitäts- und Selektionsbiases, also der Vorliebe für eine bestimmte Jurisdiktion sowie verschiedener Bonitätsklassen der Emittenten, kommen die Autoren zu dem ersten Teil-Ergebnis, dass sich unter englischem Recht, also mit CAC in den Anleihebedingungen, ein Emittent geringer Bonität signifikant

höheren Spreads gegenübersteht als ein Emittent höherer Bonität. Da die beiden Autoren sowohl Unternehmens- wie auch Staatsanleihen in ihrem ersten Sample untersucht hatten, unterteilten sie das Sample nochmals nach den beiden Kriterien. So finden sie beim Sample mit ausschließlich Staatsanleihen die gleichen Effekte, jedoch weniger stark ausgeprägt. In zwei weiteren Untersuchungen analysieren die beiden Autoren die genauen Größenordnungen der Spreads und finden, dass für Emittenten, die CAC in ihre Anleihebedingungen integriert hatten und von sehr hoher Bonität waren, die Spreads bei nur noch 25 statt 130 Basispunkten lagen. Emittenten sehr niedriger Bonität und CAC lagen die Spreads bei 600 statt bei 210 Basispunkten (vgl. Eichengreen/Mody 2000b und 2000c). Dies lässt den Schluss zu, dass die Spreads von Anleihen mit CAC niedriger sind, je besser die Bonität der Emittentin ist. Auch lässt sich schlussfolgern, dass mit abnehmender Bonität der Emittenten die CAC in den Anleihebedingungen dazu führen, dass die Spreads überproportional steigen.

Die beiden Autoren interpretieren ihre Ergebnisse dahingehend, dass der Markt bei Emittenten höherer Bonität weniger Schuldner-Moral-Hazard annimmt als bei Emittenten niedrigerer Bonität. Gleichzeitig honoriert der Markt die Flexibilität, die CAC für den Fall bieten, dass die Anleihen restrukturiert werden müssen, durch niedrige Spreads. Bei Emittenten niedrigerer Bonität nimmt der Markt zwar an, dass der Flexibilitätseffekt, den CAC bieten, die Spreads senkt, jedoch wird dies vom Schuldner-Moral-Hazard-Effekt überkompensiert, sodass insgesamt höhere Spreads und damit höhere Kapitalbeschaffungskosten zu beobachten sind. Im Endergebnis sind alle Emittenten, ob hoher oder niedriger Bonität, mit höheren Spreads konfrontiert, wenn sie nach englischem Recht statt New Yorker Recht Anleihen emittieren. Unter der Annahme, dass nach englischem Recht ausschließlich Anleihen mit CAC emittiert werden, führt die Integration von CAC in Anleihebedingungen zu höheren Spreads.

Grafisch lässt sich das Ergebnis der beiden Autoren wie folgt darstellen: Sie nehmen an, dass wenn die Wahrscheinlichkeit eines defaults niedrig ist, die Finanzmärkte den Nutzen einer schnellen und geordneten Restrukturierung über CAC honorieren

und gleichzeitig dem Schuldnerland unterstellen, dass es sich nicht opportunistisch verhalten wird. Dagegen sehen die Finanzmärkte bei Schuldnerländern niedriger Bonität Schuldner-moral-hazard, sodass der Nutzen einer schnellen und geordneten Restrukturierung relativ niedrig sei. Insofern können Kosten und Nutzen gegen die Wahrscheinlichkeit eines default bzw. der Bonität abgetragen werden.

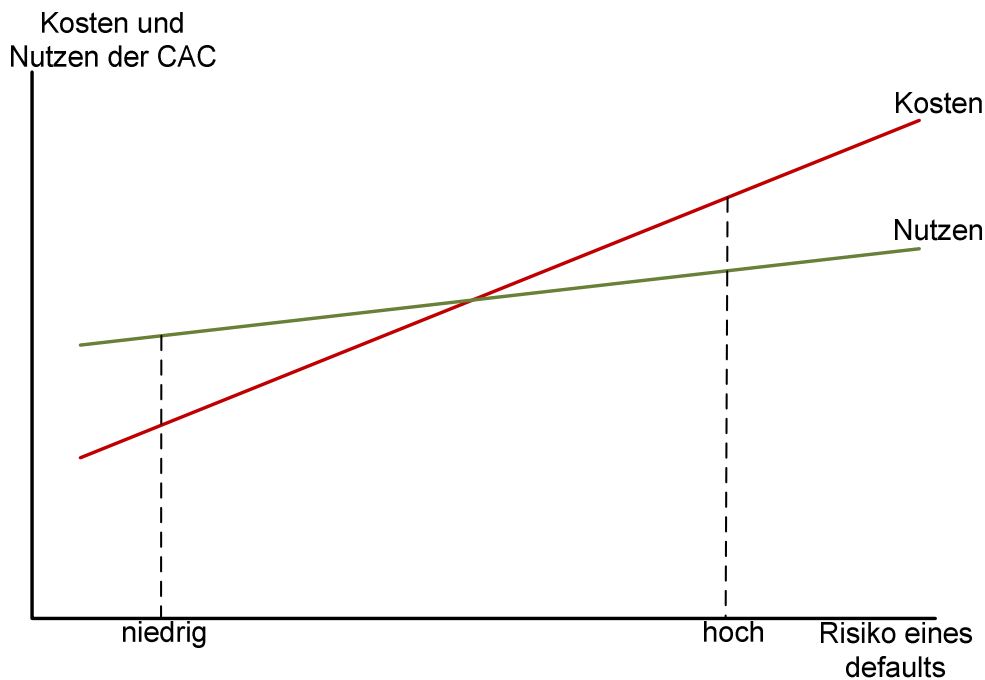


Abbildung 9: Kosten und Nutzen von CAC

Quelle: eigene Darstellung

Den beiden Autoren folgend steigen sowohl Nutzen als auch Kosten mit dem Ausfallrisiko, jedoch steigen die Kosten stärker. Nur so hält die Erklärung, dass die Spreads für niedrige Bonitäten überproportional höher sind, als die Spreads niedriger sind für gute Bonitäten. Dies muss hingegen a priori nicht stimmen. Die Gegenthese ist ebenfalls vorstellbar: Der Nutzen der CAC steigt stärker als deren Kosten mit zunehmendem default-Risiko, weil für schlechte Bonitäten der Nutzen aus einer schnellen und geordneten Restrukturierung überproportional ansteigt, je niedriger die Bonität des Schuldnerlandes ist. Dieser These gehen die beiden Autoren Dixon/Wall (2000) nach.

- (3) Dixon/Wall (2000) vergleichen die Spreads auf dem Sekundärmarkt von sechs Ländern (Türkei, Polen, Philippinen, Libanon, China und Ungarn). Dabei berücksichtigen

sichtigen sie die beiden Jurisdiktionen London und New York. Sie stellen die Spreads zweier Anleihen eines Landes mit ähnlicher Laufzeit den unterschiedlichen Jurisdiktionen gegenüber. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass für die sechs Länder die Jurisdiktionen nur einen geringen Einfluss auf die Spreads haben. Damit stellen sich die beiden Autoren gegen die Interpretation der Autoren Eichengreen/Mody und sie zeigen in ihrem Modell, dass wenn ein Schuldner-moral-hazard durch die CAC hervorgerufen würde, dieser Effekt beträchtlich sein müsse, um eine derartige Reaktion auf die Spreads hervorzurufen. Ergebnis ihres Modells ist, dass der Anstieg der Kosten, die durch die Verwendung von CAC hervorgerufen wird, kleiner sei als der erwartete Nutzen aus der schnellen und geordneten Restrukturierung.

- (4) Becker/Richards/Thaicharoen (2003) nutzen Sekundärmarktdaten der Jahre 1998 und 2000 zur Untersuchung des Einflusses von CAC auf Spreads. Sie sehen in den Sekundärmarktdaten zwei entscheidende Vorteile: (a) Marktstimmungen und exogene Schocks können leicht evaluiert werden, indem Kurse direkt vor und direkt nach dem Schock berücksichtigt werden. (b) Es sind weniger Kontrollvariablen notwendig als bei Primärmarktdaten, denn Veränderungen in den Rahmenbedingungen, sowohl globaler als auch heimischer Natur, gehen voll in die Kurse auf dem Sekundärmarkt ein.

Das Sample vom Juni 1998 zeigt, dass unter englischem Recht, also mit CAC in den Anleihebedingungen, die Spreads signifikant niedriger sind als unter anderen Jurisdiktionen. Sobald die Autoren nach der Bonität der Emittenten unterscheiden, sind die Spreads für gute Bonitäten signifikant niedriger unter englischem Recht. Für schlechte Bonitäten finden die Autoren keinen Effekt. Im Wesentlichen sind sie nicht konform mit den Ergebnissen der Autoren Eichengreen/Mody.

Das zweite Sample vom Juni 2000 begründet sich aus dem Verdacht der Autoren, dass die Finanzkrisen in Russland, Pakistan, der Ukraine und Ecuador bei den Finanzmarktakteuren die Erkenntnis gefördert haben, dass Länder tatsächlich wieder in den default gehen können – war doch die massive Schuldenkrise in den 80er Jahren als beendet erklärt worden. Aus diesem zweiten Sample erwächst das Ergeb-

nis, dass der zuvor gefundene negative Effekt der CAC auf die Spreads nicht gehalten werden kann. Die Unterscheidung nach Bonitäten führte nunmehr zum gegenteiligen Ergebnis als im Sample vom Juni 1998: Gute Bonitäten sehen sich einer signifikanten Risikoprämie gegenüber, schlechte Bonitäten erleben einen signifikanten Diskont. In der dritten Untersuchung fassen die Autoren die beiden Samples zusammen und finden als Ergebnis, dass der Koeffizient für englisches Recht zwar negativ, jedoch nicht signifikant ist. Insgesamt finden die Autoren also keine Signifikanz für oder gegen CAC.

In einem dritten Sample untersuchen die Autoren Primärmarktdaten zwischen 1991 und 2000, womit sie fast den gleichen Zeitraum wie Eichengreen/Mody wählen. Ohne Berücksichtigung von Bonitäten finden die Autoren, dass der Koeffizient für englisches Recht signifikant negativ ist, was dafür spricht, dass Gläubiger Wert auf CAC legen. Jedoch ist der Koeffizient für deutsches Recht signifikant negativer als der für englisches Recht und in Deutschland gibt es keine CAC, sodass es dafür spricht, dass Gläubiger keinen Wert auf CAC legen. Die Auswertung für Luxemburger Recht – dort sind CAC wieder üblich – ergibt, dass dort signifikant höhere Spreads zu beobachten sind, was dafür spricht, dass CAC in Anleihen negativ von den Finanzmarktakteuren bewertet werden. Die Autoren können also die klaren Ergebnisse von Eichengreen/Mody nicht bestätigen.

Ergebnis der drei Untersuchungen von Becker, Richards und Thaicharoen ist, dass es noch immer widersprüchliche Befunde gibt: (a) Finanzmarktakteure haben ein positives Bild von CAC, jedoch ändert sich diese Sicht. (b) Es gibt keine Hinweise darauf, dass Emittenten schlechter Bonität systematisch mit höheren Spreads bestraft werden, wenn sie CAC in ihre Anleihen integrieren.

- (5) Gugiatti/Richards (2003) untersuchten in einem ersten Schritt den Einfluss der Entscheidung, CAC in die Anleihen aufzunehmen, auf die Erzielung eines Ertrags auf dem Sekundärmarkt. In einer zweiten Teiluntersuchung betrachteten sie den Einfluss, den die Verwendung von CAC auf die Preise des Sekundärmarktes am 31. Januar 2003 hatte. Der Stichprobenumfang der ersten Teiluntersuchung betrug

204 Anleihen. In 87 Anleihen davon änderten sich während der Laufzeit die Vertragsbedingungen (43 hin zu CAC, 44 weg von CAC) und 117 Anleihen, bei denen keine Änderung der vertraglichen Bedingungen zur vorhergehenden Emission bestanden (26 verwendeten CAC, 91 verwendeten keine CAC). Untersucht wurden nur Anleihen, die in US-\$ oder in einer bedeutenden europäischen Währung auf dem Euromarkt, dem amerikanischen oder auf dem Globalmarkt emittiert wurden. Die zweite Teiluntersuchung umfasste zwei Stichproben: Die erste hatte einen Umfang von 216 Anleihen von 39 Emittenten; die zweite war eine modifizierte Version der ersten, wobei 119 Anleihen von 13 Emittenten berücksichtigt wurden. Untersucht wurden nur Anleihen von Emittenten mit einem Rating zwischen A+/A1 und B-/B3.

Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass einzig der Koeffizient für englisches Recht signifikant negativ sei. Eine Signifikanz bei Emittenten unterschiedlicher Bonität können sie nicht finden. Insofern schließen die Autoren daraus, dass CAC keinen Einfluss auf die Spreads von Anleihen haben.

- (6) Eichengreen/Kletzer/Mody (2003) wiederholen die Berechnungen, die Gugiatti/Richards angestellt haben und ergänzen sie um weitere 4 Zeitpunkte. Gleichzeitig fassen sie die Samples zusammen und versuchen, damit den Punkt auf der Bonitätsskala zu finden, an dem CAC gerade keinen Effekt auf die Spreads haben. Sie nutzen dazu Sekundärdaten aus dem EMBI. Die Zeitpunkte der Samples sind so gewählt, dass die Spreads gerade sehr hoch oder sehr niedrig sind, um damit die Änderungen in der Marktstimmung einzufangen. In einer ersten Überlegung verbinden sie die Bonität der Emittentin mit der Integration von CAC in die Anleihen. Dabei kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass sich Emittenten niedriger Bonität höheren Spreads ausgesetzt sehen, jedoch mit nur geringer Signifikanz. In der zweiten Überlegung integrieren die Autoren neben den CAC und der Bonität die EMBI-Spreads. Sie finden dabei, dass wenn die Marktstimmung gegenüber den Schwellenländern negativ ist, es einen Punkt auf der Bonitätsskala relativ weit oben gibt, an dem CAC in den Anleihen keinen Einfluss auf die Spreads haben. Dies interpretieren sie so, dass alle Emittenten unterhalb des gefunden Punktes auf der

Bonitätsskala von den Finanzmärkten mit einem höheren Spread abgestraft werden, wenn sie CAC in ihren Anleihen integriert haben. Die Autoren gehen einen Schritt weiter und testen den Umkehrschluss: Wenn die Marktstimmung gegenüber den Schwellenländern grundsätzlich positiv ist, werden alle Emittenten oberhalb eines Punktes auf der Bonitätsskala, der diesmal bei sehr schlechten Bonitäten liegt, mit niedrigeren Spreads belohnt, wenn sie CAC in ihre Anleihen integrieren.

Die Ergebnisse der dargestellten Untersuchungen sind wie folgt zusammenzufassen:

- Anleihen, in denen CAC integriert sind, haben nicht generell höhere Spreads als Anleihen ohne CAC. Die einzige Ausnahme davon findet Tsatsaronis (1999). Seine Untersuchung umfasst hingegen das kleinste Sample und ein sehr einfaches Schätzmodell.
- In allen anderen Untersuchungen werden negative, jedoch nur teilweise signifikante Effekte von CAC auf Spreads gefunden. Einige Studien haben für Emittenten niedriger Bonität höhere Spreads gefunden, wenn sie CAC in ihre Anleihen integriert haben. Dies ist jedoch nicht zu verallgemeinern: Ergänzt werden muss der Einfluss der Marktstimmung gegenüber den Schwellenländern. Wenn sie negativ ist, führen CAC zu höheren Spreads, ist sie dagegen positiv, sehen sich nur Emittenten niedrigster Bonität höheren Spreads ausgesetzt – alle anderen Emittenten höherer Bonität haben geringere Spreads.
- Aus keiner Studie sind Hinweise darauf zu entnehmen, ob Gläubiger eine Vorliebe oder Abneigung gegenüber Anleihen mit oder ohne CAC haben.

6. Aktives Schuldenmanagement

In den vorhergehenden Kapiteln wurden der marktbasierter, ein rechtlicher und ein vertragsbasierter Ansatz kritisch vorgestellt.

Der marktbasierter Ansatz, wie er derzeit vorherrscht, ist ungeordnet, unvorhersehbar im Ergebnis und führt zu zeitlichen Verzögerungen. Die Verhandlungen sind ineffizient, weil sich die Gläubiger schwer koordinieren können. Trotzdem wurden Restrukturierungen der Staatsverschuldung bisher stets zu einem Ende geführt.

Die Vorschläge zu einem internationalen Insolvenzregime (rechtlicher Ansatz) führen dagegen zu einem geordneten und vorhersehbaren Verfahren. Das Problem der Staatssouveränität bleibt jedoch ungelöst, sodass sich der rechtliche Ansatz bisher nicht durchsetzen konnte.

Der vertragsbasierter Ansatz integriert direkt in die Anleihen Klauseln, so genannte Collective Action Clauses (CAC), die eine spätere Restrukturierung der Verschuldung über Anleihen zumindest teilweise regeln können. Problematisch ist, dass nur langsam Altanleihen ohne CACs gegen Anleihen mit CAC ausgetauscht werden können.

Die bisher veröffentlichte Literatur zu Schuldenrestrukturierungen fokussiert darauf, über einmalig stattfindende Verhandlungen eine langfristige Tragfähigkeit der Schulden anzustreben. Verhandlungen finden in einem engen Zeitrahmen statt und beruhen auf den zum Verhandlungszeitpunkt erstellten Zukunftsprognosen. Eine spätere Überprüfung der Prognosen und der getroffenen Entscheidungen sowie Neuverhandlungen sind in diesen Ansätzen nicht vorgesehen. Die in Verhandlungen angestrebte Schulden-tragfähigkeit für die lange Frist kann nicht sichergestellt werden, wenn es nicht einen kontinuierlichen und dynamischen Anpassungsprozess an die Verschuldungssituation, den ökonomischen Entwicklungspfad des Schuldnerlandes und die Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten gibt. Dem in diesem Kapitel vorgestellten Schuldenmanagement sollen diese Aufgaben zukommen.

Der marktbasierter Ansatz über Verhandlungen beruht auf den beiden Annahmen, dass (a) ein Schuldnerland im default-Fall auf absehbare Zeit keinen Zugang mehr zum internationalen Kapitalmarkt hätte und damit auch nicht in der Lage wäre, sich dort neues Kapital zu beschaffen und (b) ein aktives Schuldenmanagement eines Schuldnerlandes, das die inländische Schuldentragfähigkeit erhöht, nicht möglich sei, weil in den weniger weit entwickelten Volkswirtschaften die dafür notwendigen Voraussetzungen nicht vorhanden seien.

Der ersten Annahme wurde bereits in einem der vorhergehenden Kapitel widersprochen. Es konnte dort gezeigt werden, dass der Kapitalmarktzugang nach einem default nicht für längere Zeit verwehrt ist. Der zweiten Annahme ist in diesem Kapitel nachzugehen. Schwellenländer entwickeln sich kontinuierlich auch im Bereich des Ordnungsrahmens für Finanzmarkttransaktionen und der Finanzmarktaufsicht weiter. Betreibergesellschaften von Börsen in entwickelten Volkswirtschaften expandieren in Schwellenländer und Institutionen wie beispielsweise die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, der Internationale Währungsfonds, die Weltbankgruppe oder die Internationale Organisation der Wertpapieraufseher stehen den Schwellenländern mit umfangreichen Beratungsdienstleistungen zur Seite. Schwellenländer orientieren sich an den Finanzmärkten der entwickelten Volkswirtschaften und suchen nach eigenen Entwicklungspfaden, sodass sie sich in die Lage versetzen, ihren Entwicklungsrückstand aufzuholen (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 4). Im nachfolgenden Kapitel wird diesen Entwicklungsprozessen nachgegangen.

Eine langfristige Schuldentragfähigkeit kann erreicht werden, indem Verhandlungen, die auf eine kurzfristige Tragfähigkeit abstellen, mit einem mittelfristig angelegten aktiven Schuldenmanagement kombiniert werden. Dabei soll unterschieden werden nach einem Schuldenmanagement, das (a) in normalen Zeiten, also ohne Finanzkrisen, das Schuldenportfolio des Staates mit geeigneten Instrumenten verwaltet und die heimischen Kapitalmärkte in ihrer Entwicklung unterstützt, und (b) in Krisenzeiten besondere Instrumente wie debt-equity-swaps oder Interimsanleihen zur Bekämpfung der Folgen einer Finanzkrise einsetzen kann.

Mit dieser Vorgehensweise soll eine Brücke von der kurzfristigen Schuldentragfähigkeit hin zu einer langfristigen Tragfähigkeit geschlagen werden. Die Aspekte, die in Verhandlungen aufgrund von Prognoseunsicherheiten nicht abschließend entschieden werden konnten, werden dem aktiven Schuldenmanagement als Aufgabe oder Ziel vorgegeben. So können Verhandlungen zum Schuldennachlass auf Annahmen beispielsweise zum mittel- oder langfristigen Verschuldungspfad des Landes beruhen. Das aktive Schuldenmanagement erhält daraus Teile seiner mittel- bis langfristigen Strategie vorgegeben.

Die bisherige Analyse in den vorhergehenden Kapiteln hat gezeigt, dass keiner der Ansätze für sich alleinstehend frei von Problemen ist. In diesem Kapitel soll mit einem aktiven Schuldenmanagement ein Ansatz vorgestellt werden, der in Kombination mit Verhandlungen und CAC die negativen Folgen eines drohenden oder bereits eingetretenen Staatsbankrotts abmildern kann. Die Betrachtung konzentriert sich dabei ausschließlich auf die Kapitalmärkte. Die negativen Folgen einer Finanzkrise auf die Güter- und Arbeitsmärkte bleiben unbeleuchtet.

Der These liegen die Annahmen zugrunde, dass der Verhandlungsbeginn im markt-basierten Ansatz aktiv seitens des Schuldnerlandes verzögert wird mit dem Ziel, aus eigener Kraft aus der Finanzkrise herauszufinden. Passiv wird der Verhandlungsbeginn verzögert, weil die länderspezifische Schuldentragfähigkeit nicht eindeutig ermittelbar ist und damit der effiziente Verhandlungsbeginn verpasst wird. Wie im Kapitel 3.2 gezeigt wurde, ist es mit großen Schwierigkeiten verbunden, eine Schuldentragfähigkeit zu ermitteln. Sobald zwei oder mehr Verhandlungspartner einen Versuch unternehmen, die länderspezifische Schuldentragfähigkeit zu berechnen und gleichzeitig Informationsasymmetrien bestehen, ist anzunehmen, dass sie zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Den Verhandlungen zum Schuldennachlass sind demnach Verhandlungen über die länderspezifische Schuldentragfähigkeit voranzustellen, was die Verhandlungen insgesamt verlängert.

Die bisherigen Verhandlungen zur Schuldenrestrukturierung haben überdies gezeigt, dass deren Zwischenergebnisse oft von kurzfristigen Änderungen in den Rahmenbe-

dingungen, beispielsweise einer unerwarteten Verschärfung der Finanzkrise, überholt werden. Die beteiligten Parteien sind demnach dem kontinuierlichen Anreiz ausgesetzt, neue Berechnungen zur Schuldentragfähigkeit aufzustellen, was die Verhandlungen weiter verzögert. Es herrscht überdies zwischen den Parteien üblicherweise nur wenig Einigkeit darüber, welches der richtige makroökonomische Wachstumspfad für das Schuldnerland ist, um eine langfristige Schuldentragfähigkeit sicherzustellen. Da die Veränderungen in den langfristigen Rahmenbedingungen während einer Finanzkrise schwer vorherzusehen sind und kurzfristige Aspekte deshalb in den Vordergrund treten, kann erst ein Ende der Verhandlungen gefunden werden, wenn (a) die langfristigen Rahmenbedingungen wieder in den Vordergrund treten oder (b) die langfristigen Entwicklungen teilweise oder ganz ausgeblendet werden.

Theoretisch finden Verhandlungen ein Ende, wenn die marginalen Kosten aus der Fortführung der Verhandlungen größer werden als der marginale Nutzen daraus. Da bisher alle Verhandlungen zu Restrukturierungen ein Ende gefunden haben, wird es diesen Zeitpunkt geben. Die Streuung über alle Länder ist hingegen so groß, dass es ex ante schwer möglich ist, diesen Zeitpunkt genau zu ermitteln.

Deshalb soll die Schuldentragfähigkeit in diesem Kapitel in einen breiteren Kontext gestellt werden. In den bisher in der Literatur behandelten Ansätzen zur Ermittlung der Schuldentragfähigkeit werden Annahmen zur Vermögensseite einer Staatsbilanz aufgestellt und darauf aufbauend die Schulden gegengerechnet. Allein dies ist mit Schwierigkeiten verbunden, denn der Wert der Sicherheitskräfte, des Bildungswesens oder der Bodenschätze sind sehr schwer wenn nicht gar unmöglich zu ermitteln. Eine wichtige Vermögensposition eines Landes ist die Solidität der heimischen Kapitalmärkte. In diesem Kapitel wird deshalb versucht, Möglichkeiten aufzuzeigen, wie die Kapitalmärkte von Schwellenländern in Richtung der Kapitalmärkte der Industrienationen entwickelt werden können. Ziel soll es sein, die Solidität der Kapitalmärkte in den Schwellenländern zu erhöhen. Dabei beschränkt sich die Betrachtung auf den Markt für Staatspapiere. Aus Erfahrungen mit der Entwicklung der Kapitalmärkte in den heutigen Industrieländern ist bekannt, dass die Entwicklung der anderen Teilmärkte,

beispielsweise des Marktes für Unternehmensanleihen, auf dem Markt für Staatspapiere basieren.

Der Arbeit liegt die Annahme zugrunde, dass – alle anderen Vermögenswerte ausgeblendet – die Staatsverschuldung in dem Maße steigen kann, wie sich die heimischen Kapitalmärkte entwickeln. Dies ist zu erreichen, indem die Vermögenspositionen des Staates erhöht und die Kapitalmärkte gestärkt werden.

Als Vorbild dienen die entwickelten Volkswirtschaften. Sie haben bereits reife Kapitalmärkte und sind in der Lage, Anleihekäufer in Anspruch zu nehmen und damit auf die heimische Ersparnis zuzugreifen. Eine Verschuldung in Fremdwährung ist für sie in der Regel nicht notwendig. Anders ist dies in den Entwicklungs- und Schwellenländern. Sie sind noch immer auf eine Verschuldung in Fremdwährung angewiesen.

Dieses Kapitel ist wie folgt aufgebaut: Nachdem die Kapitalmärkte in den Schwellenländern kurz charakterisiert werden, wird im Abschnitt 6.2 auf das aktive Schuldenmanagement, dessen Ziele und Strategien eingegangen. Eine vertiefende Auseinandersetzung mit einem effektiven Schuldenmanagement erfolgt im Abschnitt 6.3. Dieser Abschnitt ist unterteilt in die Ziele eines Schuldenmanagements (6.3.1), die Schuldenmanagement-Strategie (6.3.2), einen geeigneten institutionellen Ordnungsrahmen für ein Schuldenbüro/-agentur (6.3.3), das Risikomanagement (6.3.4), die Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte (6.3.5) und Anforderungen an die Transparenz und Rechenschaftspflichten eines Schuldenmanagements (6.3.6). Am Beispiel des Landes Brasilien wird dies konkretisiert (6.4).

Der Abschnitt 6.5 geht auf Schuldeninstrumente ein, die sich in den vergangenen Finanzkrisen einzelner Länder bewährt haben und deshalb in das Instrumentarium eines aktiven Schuldenmanagements aufgenommen werden sollten (Schuldenswaps, Überbrückungskredite und Kreditprolongationen sowie debt-equity-swaps). In der Fachliteratur wurden auch Instrumente vorgestellt, die die Lücken im bestehenden Instrumentarium zur Bewältigung der negativen Folgen einer Finanzkrise schließen können (Lokalwährungs- und Interimsanleihen). Diese Instrumente werden beleuchtet und auf ihre mögliche Eignung zur Bewältigung der negativen Folgen von Finanzkrisen unter-

sucht. Ziel soll es sein, ein Instrumentarium für das aktive Schuldenmanagement eines Landes zusammenzustellen.

Das gesamte Kapitel hat zum Ziel, ein effektives Schuldenmanagement eines Schwellenlandes darzustellen und mögliche Wege aufzuzeigen, das Schuldenmanagement zur Bekämpfung der negativen Folgen von Finanzkrisen einzusetzen. Dabei wird zweigeteilt vorgegangen: Erstens soll vor einer Finanzkrise der heimische Kapitalmarkt gestärkt und das Schuldenmanagement mit einem Instrumentarium ausgestattet werden, das in Nicht-Krisenzeiten eine effektive Verwaltung des staatlichen Schuldenportfolios ermöglicht. Zweitens soll ein Instrumentarium bereit stehen, mit dem während und im Nachgang einer Finanzkrise die negativen Folgen wirksam bekämpft werden können.

6.1. Ausgangslage und Trends auf den Kapitalmärkten in Schwellenländern

Schwellenländer sind sehr unterschiedlich und keine Liste an strukturellen Merkmalen kann alle Schwellenländer erfassen. Jedoch finden sich in fast allen Schwellenländern die nachfolgenden Aspekte in unterschiedlicher Stärke wieder. Gleichwohl sind auch Entwicklungsländer dabei, sich zu entwickeln und in den Status eines Schwellenlandes aufzusteigen (aufstrebende Länder oder Frontier Markets). Eine trennscharfe Unterscheidung zwischen Schwellenländern (Länder mit mittleren Einkommen) und aufstrebenden Ländern (Länder mit niedrigen Einkommen) soll hier nicht Gegenstand der Untersuchung sein. Die in diesem Kapitel genannten Länder kommen aus beiden Gruppen und sind grob anhand nachfolgender Kriterien zu kategorisieren.

(1) Kontrolle der Wirtschaft: Regierungen kontrollieren einen Großteil der Wirtschaft einschließlich der Errichtung von Handelsbarrieren, Staatsbetrieben, Unternehmensbeteiligungen und Kontrolle über die Finanztransaktionen in der Volkswirtschaft. Kennzeichnend ist ein hoher Anteil des Staatskonsums am BIP. Die Schwellenländer unterscheiden sich bei diesen Aspekten darin, wie weit sie diese Kontrolle aufgegeben haben.

(2) Hohe Inflation: In den meisten Ländern, den Entwicklungsländern mehr als den Schwellenländern, gelingt es nur schwer, die Staatsausgaben und Verluste der

Staatsbetriebe über Steuereinnahmen zu decken. Deshalb sind die Länder auf Seignorage ausgewichen, also auf die realen Erträge aus der Geldschöpfung. Um Seignorage zu generieren ist ein Land gezwungen, kontinuierlich mehr Geld zu drucken, was unweigerlich zu Inflation und manchmal zu Hyperinflation führt. Während Entwicklungsländer mit Hyperinflation konfrontiert sind, unterscheiden sich die Schwellenländer darin, wie gut es ihnen gelingt, die Inflation zu kontrollieren.

- (3) **Schwacher Bankensektor:** In Schwellenländern ist der Bankensektor noch nicht auf dem Niveau wie in den weit entwickelten Industrienationen. Die Banken verleihen Geld oft für riskante Projekte und Kreditentscheidungen hängen eher an persönlichen Beziehungen als an objektiven Bonitätskriterien des zu finanzierenden Projektes. Die Finanzmarktaufsicht ist überdies schwach aufgrund von Inkompetenz, Unerfahrenheit oder opportunistischem Verhalten. Die Kapitalmärkte in den Schwellenländern sind noch unterentwickelt und behindern deshalb die Allokation der Ersparnisse.
- (4) **Wechselkurssysteme:** Die Schwellenländer haben überwiegend fixe Wechselkurssysteme in unterschiedlicher Ausprägung. Die Regierungen dieser Länder fürchten, bei Freigabe des Wechselkurses die Kontrolle über die Inflation zu verlieren und die Volatilitäten auf dem Devisenmarkt dadurch zu erhöhen. Mit einer Kombination aus Kapitalverkehrskontrollen und freieren Wechselkursen versuchen die Schwellenländer, am internationalen Handel verstärkt teilzunehmen.
- (5) **Rohstoffreichtum:** Bodenschätze und Agrarrohstoffe machen einen großen Anteil der Exporte der Schwellenländer aus.
- (6) **Korruption:** Aufgrund einer ausgeprägten staatlichen Kontrolle, hoher Steuern und Restriktionen ist Korruption in vielen nicht so weit entwickelten Ländern zu einem Normalzustand geworden. Die Schwellenländer unterscheiden sich im Ausmaß der Korruption.

Schwellenländer, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten, haben üblicherweise hohe fiskalische Defizite und ein hohes Verschuldungsniveau. Damit sind sie gezwungen, die Risiken eines steigenden Schuldendienstes und dessen Auswirkungen auf das Haushaltsbudget zu tragen. Da sich die Schwellenländer erst auf dem Weg zu einer diversifizierten Produktion, einer breiteren Basis heimischer Ersparnis und fortschrittlicher Kapitalmärkte befinden, bleiben sie, im Vergleich zu entwickelten Volkswirtschaften, vorerst anfälliger gegenüber exogenen Schocks. Die Finanzkrisen der 90er Jahre haben überdies gezeigt, dass ein Schuldenmanagement einschließlich gut funktionierender heimischer Kreditmärkte notwendig ist, um die Anfälligkeit gegenüber Finanzkrisen zu reduzieren (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 4). Die globale Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009 zeigt, dass die Schwellenländer nicht in ihrer Gesamtheit wie in früheren Finanzkrisen kurz vor dem Staatsbankrott stehen. Ein aktives Schuldenmanagement – eine Definition folgt in einem späteren Abschnitt – hat diese grundlegenden Rahmenbedingungen entsprechend zu berücksichtigen: Da es vielen Schwellenländern bisher nicht ausreichend gelingt, festverzinsliche und langlaufende Kredite am heimischen Kapitalmarkt aufzunehmen bzw. entsprechende Anleihen dort zu platzieren, bleiben nur variabel verzinst und kürzere Laufzeiten, um das Bedürfnis der Regierung nach Krediten zu decken. Damit sind jedoch höhere Risiken verbunden.

Der Finanzsektor in den Schwellenländern ist, gemessen an der Marktbreite und –tiefe, im Vergleich zu den entwickelten Volkswirtschaften unterentwickelt und wird von heimischen Großbanken dominiert. An den Aktienbörsen sind, gemessen am Verhältnis der Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen zum BIP des Landes, lediglich wenige Unternehmen notiert; auf den Anleihenmärkten sind sie fast gar nicht vertreten. Viele Unternehmen in Schwellenländern sind familiengeführt und haben eine Abneigung gegen jegliche Art von externer Kontrolle, weshalb sie sich nicht an die anonymen Kapitalmärkte wagen. Auch haben sie kein Interesse daran, sich Transparenzrichtlinien oder Hinterlegungspflichten zu unterwerfen. Beispielsweise gilt für die Länder Lateinamerikas, dass der Großteil der Unternehmen, die weniger als 10 Millionen Dollar zu finanzieren haben, ein Bankdarlehen aufnimmt. Große Unternehmen, die einen Finanzierungsbedarf zwischen 25 und 50 Millionen Dollar haben, refinanzieren sich auf den internationalen Kapitalmärkten. Bankdarlehen werden prä-

feriert, weil mit ihnen weniger Transparenz- und Hinterlegungspflichten verbunden sind und überdies die dem Kreditgeber offengelegten Unternehmensinformationen nicht öffentlich zugänglich sind (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 8). Der Ordnungsrahmen für institutionelle Anleger wie Großbanken, Pensions- und Publikumsfonds sowie Versicherungen ist ebenfalls als unterentwickelt anzusehen. In den meisten Schwellenländern verwalten diese Finanzinstitutionen nur einen relativ geringen Anteil der nationalen Ersparnis. Die Hauptabnehmer von Staatstiteln sind Geschäftsbanken und die öffentlichen Pensionsfonds. Anderen institutionellen Anlegern ist es in einigen Ländern verboten, Staatspapiere in ihre Portfolios aufzunehmen. Andere Länder wiederum schreiben eine Genehmigung vor, bevor Staatspapiere von den institutionellen Investoren erworben werden dürfen oder geben einen Maximal- oder Mindestanteil für Staatstitel in den Portfolios vor (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 9).

In den Jahren 2002 bis 2007 hat sich die Struktur der Schulden in den meisten Schwellenländern deutlich verändert. Die durchschnittliche Laufzeit der heimischen und der externen Verschuldung hat sich in den Ländern Kolumbien, Costa Rica, Tschechische Republik und Peru verlängert. Brasilien, Kolumbien, Peru und Thailand Länder haben ihre Abhängigkeit von Fremdwährungsschulden reduziert. Brasilien, Indonesien, Peru und Mexiko emittierten mehr festverzinsliche Schuldenpapiere. Kolumbien, Mexiko, Tunesien und Uruguay haben Schuldenrückkäufe und Schuldenswaps genutzt, um ihre Schuldenportfolios weniger anfällig gegen Wechselkursänderungen oder Zinsänderungen zu machen. Gleichzeitig ist aber auch 2007 das allgemeine Verschuldungsniveau sehr hoch, sodass signifikante Risiken für die Staatshaushalte der Länder bestehen bleiben (vgl. IMF/ Worldbank 2007, S. 6-7).

Die Anleihemärkte in den Schwellenländern sind gekennzeichnet von hohen Volatilitäten entlang der gesamten Zinsstrukturkurve. Insbesondere die Schwankungsbreite (Volatilität) von Geldmarktpapieren ist im Vergleich zu denen in entwickelten Volkswirtschaften höher. Deshalb sind die geldpolitischen Transmissionskanäle, die hauptsächlich über den Geldmarkt führen, nicht klar prognostizierbar. Daneben fehlt es bei unterentwickelten Kapitalmärkten an ausreichend hohen Volumina handelbarer

Staatsanleihen. Solange sie im Portfolio der Zentralbank dauerhaft lagern, kann die Notenbank keine effiziente Offenmarktpolitik damit betreiben. Ein Verkauf von Staatsanleihen ist zwar theoretisch möglich, jedoch finden sich dafür nur wenige Käufer, was zumeist am relativ niedrigen Rating der Papiere liegt. Deshalb emittieren Zentralbanken eigene marktfähige Anleihen, die im Durchschnitt von höherer Bonität sind als der Durchschnitt der Staatsanleihen im Portfolio der Zentralbank. Dies führt in ihrer Bilanz dazu, dass sich dort Staatsanleihen relativ niedriger Bonität sammeln. Gleichzeitig wachsen auf der anderen Seite der Bilanz die Verbindlichkeiten relativ höherer Bonität. Damit transferiert die Zentralbank die relativ schlechte Bonität der Staatsanleihen in relativ gute Bonität der Zentralbank und senkt damit ihre geldpolitische Glaubwürdigkeit: Hauptaufgabe einer Zentralbank sollte es dagegen sein, das Preisniveau in einer Volkswirtschaft niedrig zu halten, nicht jedoch als Hausbank für die Regierung zu dienen und Bonitätstransformation zu betreiben (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 16). Die Anleihemärkte in Schwellenländern akzeptieren kaum langlaufende, in Lokalwährung denominierte Schuldenpapiere des Staates. Aufgrund der Risiken, die in Schwellenländern bestehen, weichen Kapitalgeber (Anleihekäufer) auf kurzlaufende Anleihen aus und meiden grundsätzlich langlaufende Anleihen. Gleichzeitig sind die heimischen Kapitalmärkte jedoch die wichtigste Quelle zur Finanzierung des Staatshaushaltes. Sie reduzieren die Delokation von Vermögen und Schulden, erlauben ein aktives Schuldenmanagement, erhöhen die Widerstandsfähigkeit gegen exogene Schocks, helfen bei der Vermeidung von Liquiditätskrisen und tragen einen Teil zu mehr regionaler und globaler Finanzmarktstabilität bei (vgl. Borensztein/Eichengreen/ Panizza 2006, S. 14).

Die Kapitalmärkte in Schwellenländern bestanden in der Vergangenheit hauptsächlich aus dem Primärmarkt (Markt für Anleihe-Neuemissionen). Sekundärmärkte (Märkte für bereits emittierte Anleihen) entwickeln sich erst seit ein paar Jahren. Erschwerend für die Entwicklung von Sekundärmärkten kommt hinzu, dass die Regierungen auch heute noch einen großen Bestand an nicht-standardisierten und damit nicht-handelbaren Schuldenpapieren bei institutionellen Investoren platziert haben. Hauptsächlich werden solche Schuldentitel im Rahmen von Rekapitalisierungen der eigenen Zentralbank, als Entschädigung bei Enteignungen oder als Bezahlung für Großlieferanten eingesetzt. Beispielsweise werden Staatspapiere, die zur Rekapitalisierung der Zentralbank bege-

ben werden, mit Laufzeiten von 25 bis 100 Jahren emittiert und zahlen Nominalzinsen von 0 Prozent oder deutlich unter den Marktzinsen vergleichbarer Laufzeiten. Ein Handel mit diesen Papieren findet nur abseits der Börse, also over-the-counter (OTC), statt und ist selten. OTC-Geschäfte sind deshalb mit einem signifikanten Diskont und hohen Transaktionskosten zu Lasten des Verkäufers belegt (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 16-17). Um Sekundärmarkte zu entwickeln sind also die nicht-standardisierten Staatspapiere in handelbare Staatstitel umzuwandeln. In Schwellenländern herrscht deshalb noch immer die Gewohnheit vor, dass die heimischen Banken und institutionellen Anleger nur ein begrenztes Interesse daran haben, Staatsanleihen zu handeln: In den Zeiten als es nur den Primärmarkt gab, haben sie bei der Emission die Staatspapiere gekauft und sie bis zum Laufzeitende gehalten (Buy-and-Hold-Ansatz). Mit diesem Verhalten sind sie vertraut. Eine Portfolio-Reallokation fand nur über Käufe von Staatsanleihen am Primärmarkt statt, nicht jedoch über einen Verkauf oder einen Handel mit ihnen am Sekundärmarkt. Obwohl sich die Kapitalmärkte der Schwellenländer kontinuierlich entwickeln, wird noch immer beobachtet, dass der Buy-and-Hold-Ansatz verfolgt wird (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 18). Ausländische institutionelle Investoren können deshalb als Katalysator fungieren und zu Vorbildern werden, indem sie mit dem Handel von Staatsanleihen beginnen. Dies eröffnet Chancen, dass die heimischen Investoren von ihrem Buy-and-Hold-Ansatz abgehen. Diese katalytische Funktion kann das aktive Schuldenmanagement übernehmen, indem es eine Marktpflege der emittierten Staatstitel betreibt und deshalb am Sekundärmarkt sowohl als Käufer wie auch als Verkäufer auftritt. Überdies ist das Schuldenmanagement in der Lage, Benchmark-Anleihen zu entwickeln und sie über den Primärmarkt zu emittieren, sodass sie von allen Finanzmarktakteuren gehandelt werden können. Mit einer Benchmark-Anleihe wird die Preisbildung für andere Anleihen erleichtert, sodass insgesamt der Handel mit Anleihen gefördert wird. Dies beschränkt sich nicht nur auf Staatspapiere, sondern gilt auch für Schuldtitel, die von anderen Institutionen oder dem Privatsektor begeben werden.

Noch 2005 gab es einige Schwellenländer, die keine klare Schuldenmanagement-Strategie entwickelt hatten, aus der die langfristige Bedeutung der heimischen Kapi-

talmärkte, der heimischen Währung und den heimischen Investoren hervorging. Viele Entwicklungs- und Schwellenländer sind noch immer von externer Verschuldung oder Refinanzierung in Fremdwährung abhängig. Deren Regierungen scheint das Verständnis der strategischen Rolle der Heimatwährung, der heimischen Investoren und der Sinn dafür zu fehlen, dass es eine Zinsstrukturkurve mit heimischen Benchmark-Anleihen des Staates geben sollte. Ohne eine Schuldenmanagement-Strategie haben Emissionen von Staatspapieren einen adhoc-Charakter und es kann kaum einen vertrauensvollen Dialog zwischen dem Schuldenmanagement und den Investoren geben. Das Schuldenmanagement dieser Länder konzentriert sich primär darauf, die kurzfristig und adhoc gemeldeten Finanzierungsbedürfnisse der Regierung zu decken. Erst untergeordnet verfolgen die Schuldenmanager das Ziel, zukünftige Emissionen zu standardisieren oder die Zinsstrukturkurve zu verlängern. Darüber hinaus ist das Schuldenmanagement der meisten Länder kaum dazu in der Lage, den Schuldenbestand in heimischer Währung zu verwalten. Größtenteils liegt dies daran, dass neben einem Schuldenbüro auch andere Institutionen an der Verwaltung beteiligt sind (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.13).

6.2. Aktives Schuldenmanagement

Der Internationale Währungsfonds und die Weltbank definieren ein öffentliches Schuldenmanagement als einen Rahmen, ein System oder einen Prozess, in dem der von der Regierung gewünschte Finanzierungsbedarf gedeckt wird in einer Art und Weise, die konsistent mit der Risikoneigung und dem Kostenziel der Regierung ist und in der andere von der Regierung vorgegebene Ziele erreicht werden (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 6). Andere von der Regierung vorgegebene Ziele werden nicht näher definiert. Allgemein wird darunter verstanden, die heimischen Geld- und Kapitalmärkte zu entwickeln (Primär- und Sekundärmärkte), die Investorenbasis zu verbreitern und sie zu vertiefen sowie die Regulierung des Marktes für Schuldtitel zu verstärken (vgl. IBRD/Worldbank 2007, S. IX-XII). Der Begriff des „aktiven“ Schuldenmanagements wird für diese Arbeit gewählt, um deutlich herauszustellen, dass ein Schuldenmanagement eine proaktive und selbstbewusste Rolle gegenüber den Märkten, seinen

Marktteilnehmern und gegenüber anderen Institutionen einnehmen sollte. Proaktiv in einem Sinne, dass ein Schuldenmanagement ein Instrumentarium einsetzen kann, das jeder Marktphase gerecht wird. So soll sich das Instrumentarium aus Maßnahmen zusammensetzen, die bei unterentwickelten Märkten diese entwickeln und stärken. Damit sollen die Märkte auf Finanzkrisen vorbereitet werden. Das Instrumentarium soll um Maßnahmen ergänzt werden, die dabei helfen, aus der Finanzkrise wieder herauszufinden – zu nennen sind hier Interims-Anleihen und debt-equity-swaps.

Das oberste Ziel eines aktiven Schuldenmanagements ist es, mittel- bis langfristige sicherzustellen, dass die Finanzierungsbedürfnisse der Regierung und deren finanzielle Verbindlichkeiten kostengünstig unter gleichzeitiger Berücksichtigung des Risikoprofils der Regierung erfüllt werden. Zu den finanziellen Verbindlichkeiten einer Regierung gehören beispielsweise deren Pensions- und Rentenzusagen für die Bevölkerung, Unterhaltung von Sicherheitskräften, Lehrern und anderen Staatsbediensteten. Dabei fallen diese Verbindlichkeiten entweder von Jahr zu Jahr an, oder es sind implizite Zusagen, die erst in der Zukunft zu einer expliziten Zahlungsverpflichtung werden. Mit dem Risikoprofil einer Regierung ist deren Risikobereitschaft gemeint, also die Neigung zu oder Aversion von Risiko. Dieses ist jedoch nur schwer messbar. Es wird auf das individuell zu tragende Risiko im Einzelfall ankommen. Beispielsweise kann als Maßzahl für die Übernahme von Eventualverbindlichkeiten der maximale Verlust aus der Eventualverbindlichkeit angenommen werden. Für die nachfolgende Argumentation ist es nicht relevant, welche Risikomaßzahl sich zur Messung des Risikoprofils einer Regierung am besten eignet. Im makroökonomischen Kontext besteht das Ziel für ein aktives Schuldenmanagement darin, darauf zu achten und die Regierung darüber zu informieren, ob das Verschuldungsniveau und das Schuldenwachstum nachhaltig sind. Unter Nachhaltigkeit ist hier zu verstehen, dass der Schuldendienst unter vielen vorstellbaren Umständen und unterschiedlichen Zeithorizonten unter Berücksichtigung der damit korrespondierenden Kosten und Risiken geleistet werden kann. Neben der Institution, die das Schuldenmanagement betreibt, sollen auch die Fiskal- und die Geldpolitik das Ziel verfolgen, die öffentliche Verschuldung auf einem nachhaltigen Pfad zu halten und eine glaubwürdige Strategie zu implementieren, wie exzessive Verschuldung eingedämmt werden kann. Ein aktives Schuldenmanagement soll sicherstellen, dass sich

Fiskalpolitiker der Bedeutung des Schuldenstandes und der Nettoneuverschuldung für die Kapitalbeschaffungskosten bewusst sind. Beispielhafte Indikatoren für nachhaltige Verschuldung sind das Verhältnis des Schuldendienstes zum Staatshaushalt oder öffentlicher Schuldenstand zu BIP oder zu den Steuereinnahmen.

Während in fast allen Ländern mit höherem Einkommen explizite Strategien für das Schuldenmanagement formuliert wurden, folgen die meisten Schwellenländer einer nicht näher bestimmten und damit impliziten Strategie (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 9). Eine implizite Strategie ist jedoch mit Nachteilen verbunden: Erstens berücksichtigen Länder, die Zugang zu Krediten der multilateralen Institutionen haben, üblicherweise nicht ausreichend genug die Zusammenhänge zwischen der Auslandsverschuldung in Fremdwährung und der heimischen Verschuldung in Lokalwährung. Während am internationalen Kapitalmarkt Fremdwährungsschulden mit langen Laufzeiten und relativ niedrigen Zinsen aufgenommen werden können, ist die Verschuldung in Lokalwährung auf dem heimischen Markt nur mit relativ hohen Zinsen und kurzen Laufzeiten möglich. Allerdings mit dem Vorteil, keinem Währungsrisiko ausgesetzt zu sein. Zweitens können Transaktionen zur Risiko- oder Kostenadjustierung in einem der untergeordnet geführten Portfolios (Subportfolio) zu negativen Effekten in anderen Subportfolios führen. Beispielsweise treten in einem föderal aufgebauten Staat nachgeordnete Regierungsstellen auf dem Kapitalmarkt als Emittenten von Anleihen auf. Sobald der Kapitalmarkt für eine der Anleihen ein höheres Risiko einpreist und damit die Anleihekurse sinken, wird das Risiko bei den Anleihen anderer Regierungsstellen ebenfalls angepasst. Auf breiter Front sinkende Anleihekurse sind die Folge. Da Regierungsstellen kontinuierlich Kapitalbedarf haben, wird die nächste Emission am Primärmarkt nur platziert werden können, wenn die Anleihe eine adäquate Risikoprämie bietet. Eine Koordination der Subportfolios sollte demnach in einem Schuldenmanagement mit expliziter und klar formulierter Strategie stattfinden. Dies ist jedoch mit Schwierigkeiten verbunden. Aufgrund von fragmentierten Zuständigkeiten – es gibt üblicherweise Subportfolios bei der Zentralbank, der übergeordneten Gebietskörperschaft und mehrere bei nachgeordneten Regierungsstellen wie Bundesländer und Gemeinden – findet eine Koordination nur eingeschränkt statt. Drittens bleibt das Kosten-Risiko-Verhältnis nicht konstant, wenn sich die Zielsetzung der Regierung weniger an

einer expliziten Strategie als an sich ändernden politischen Rahmenbedingungen orientiert.

Ein erster Ansatz hin zu einer expliziten Strategie lautet, die existierenden Praktiken der Schuldenverwaltung eines individuellen Landes in länderspezifischen Richtlinien oder Benchmarks zu formalisieren: In Richtlinien werden die Risiken festgehalten, die von einer Regierung als wichtiger angesehen werden als andere Risiken. An ihnen hat sich ein Schuldenbüro oder eine Schuldenagentur zu orientieren. Mit den Richtlinien wird die Richtung vorgegeben, weniger jedoch quantitative Ziele und nur indirekt die gewünschte Portfoliostruktur. Dagegen wird mit einer Benchmark mit Hilfe einer quantitativen Analyse ein Muster- oder auch Optimalportfolio erstellt, das explizit das Risikoprofil und die Nutzenfunktion der Regierung berücksichtigt. An diesem Optimalportfolio hat sich ein Schuldenbüro/-agentur zu orientieren. Die Risikocharakteristika können dabei entweder in konkreten Größen oder in Spannbreiten angegeben werden (vgl. Melecky 2007, S. 3). Sowohl die Richtlinien- als auch die Benchmark-Strategie haben Vor- und Nachteile:

Die Benchmark-Strategie beruht auf einem komplexen Zahlenwerk, das nicht nur die Ziele für das Schuldenbüro/-agentur modellhaft analytisch berücksichtigt, sondern auch die verschiedenen Risiken, die mit dem Portfolio verbunden sind. An dieses Zahlenwerk wird das Schuldenbüro/-agentur streng gebunden, sodass es nur wenige Handlungsspielräume außerhalb des Zahlenwerks hat und auf unplanmäßige und unerwartete Fälle nicht reagieren kann. Wenn das Zahlenwerk einen systematischen Fehler aufweist oder bestimmte Marktkonstellationen nicht berücksichtigt, generiert es Fehlsignale, die sich bis zu den Entscheidungen zur Portfolio-Allokation fortsetzen. Selbst wenn die Fehler bemerkt werden, kann nicht diskretionär ad hoc eingegriffen werden. Es kann lediglich in das Modell eingegriffen werden, was mit Zeitverzögerungen verbunden ist. Da Schwellenländer tendenziell anfälliger gegenüber exogenen Schocks und Änderungen in den ökonomischen Rahmenbedingungen sind als entwickelte Volkswirtschaften, ist von einer Benchmark-Strategie abzuraten.

Eine Richtlinien-Strategie bietet vergleichsweise mehr Flexibilität. In ihr sind lediglich die Ziele und Verhaltensgrundzüge formuliert, jedoch wird keine Benchmark oder ein Modellportfolio zugrunde gelegt. Die Schuldenmanager sind deshalb in der Wahl der Instrumente und der Portfolioallokation frei. Damit können sie auf unplanmäßige und unerwartete Fälle zeitnah reagieren. Gleichwohl ist mit einer Richtlinien-Strategie ein höheres operationelles Risiko verbunden. Es kann vorkommen, dass die Schuldenmanager die Lage nicht richtig einschätzen und daraus Fehlentscheidungen resultieren.

Im Vergleich beider Strategien wird das Schuldenbüro/-agentur in ihrem Tagesgeschäft mit einer Benchmark-Strategie besser unterstützt als mit einer Richtlinien-Strategie. Aus der Benchmark-Strategie geht klar hervor, welche Aktionen das Schuldenbüro/-agentur zu verantworten hat und was auf unbeeinflussbare externe Faktoren zurückgeführt werden kann. Risiken, denen die Schwellenländer ausgesetzt sind, können mit einer Benchmark-Strategie quantifiziert und ihre Kausalitäten zueinander offen gelegt werden. Gleichwohl ist mit der Offenlegung der Risiken nicht gleichzeitig eine adäquate Reaktion darauf verbunden. Es bleibt Aufgabe eines Schuldenbüros/-agentur, geeignete Instrumente zu entwickeln, um auf diese Risiken effektiv zu reagieren. Die Strategie ist in operative Ziele umzusetzen, wie die Überwachung, Evaluierung und das Management der Risikostrukturen der Verschuldung sowie ein Cash Management, das die staatliche Liquidität und gleichzeitig das Rückzahlungsrisiko reduziert. Die Verschuldungsstruktur gibt dafür einen Hilfsrahmen, indem es Verschuldungsgrenzen formuliert, Verhältnisse heimischer Währung zu Fremdwährung, fixer zu variabler Verzinsung und durchschnittliche Laufzeiten des Gesamtportfolios vorgibt sowie ein System implementiert, mit dem Informationen für die Gläubiger und Finanzmärkte bereitgestellt werden können (vgl. Currie/Dethier/Togo 2003, S. 34).

Melecky (2007) untersuchte in einer Panelstudie zwischen August 2006 und Februar 2007 105 Länder hinsichtlich der Fragen, ob sie eine Strategie für ihr Schuldenportfolio hätten, ob diese in Form von Richtlinien oder als Benchmark formuliert und veröffentlicht wäre, sowie, welche Risiken sie darin berücksichtigten. Von den 105 Ländern haben 66 eine Strategie (38 als Richtlinie und 28 als Benchmark). Freilich bleiben fast 90 Länder in der Panelstudie unberücksichtigt, weil sie auf die Befragung nicht geant-

wortet hatten und auch auf anderem Weg keine Informationen über eine Strategie ermittelbar waren. Es fehlen in der Studie die Länder mit den niedrigsten Einkommen und der höchsten relativen Verschuldung. Die Analyse zur Verteilung über Einkommensklassen ergab, dass von den Ländern mit höheren Einkommen rund 90 % und von den Ländern mit mittleren Einkommen gut 50 % eine explizite Strategie verfolgen. Dies lässt die Schlussfolgerung zu, dass sich mit einem höheren Entwicklungsgrad einer Volkswirtschaft das Schuldenmanagement entwickelt.

Ihre Strategie veröffentlicht haben über beide Einkommenskategorien hinweg rund 70% der Länder, die eine Richtlinien-Strategie verfolgen. Dagegen waren es nur rund 40% derjenigen Länder, die sich an einer Benchmark-Strategie orientieren.

6.3. Richtlinien für ein öffentliches Schuldenmanagement

Der IWF berät seit mehreren Jahren zusammen mit der Weltbankgruppe Schwellenländer dabei, ein aktives Schuldenmanagement aufzubauen. 2001 begannen die beiden Institutionen damit, Richtlinien für ein effektives Schuldenmanagement aufzustellen. Ein Pilot-Projekt mit 12 Ländern half bei der Entwicklung dieser Richtlinien und Implementierung von Reformen. Gleichzeitig fand die Unterstützung beim Aufbau eines Schuldenmanagements auch Eingang in die normale Überwachung und Beratung der Mitgliedsländer von IWF/Weltbank. Die 12 Länder des Pilot-Projektes waren: Bulgarien, Kolumbien, Costa Rica, Kroatien, Indonesien, Kenia, Libanon, Nicaragua, Pakistan, Sri Lanka, Tunesien und Sambia.

Im Jahr 2003 wurden die Richtlinien für ein öffentliches Schuldenmanagement und erste Erfahrungen aus den Pilot-Projekten vorgestellt. Einen Fortschrittsbericht der beiden Institutionen gab es 2007. Die nachfolgenden Ausführungen beschreiben und kommentieren die Richtlinien und die bisher gemachten Erfahrungen der Länder des Pilot-Projektes und weiterer Länder, die vom IWF/Weltbank beraten werden. Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Ausführungen auf die beiden Veröffentlichungen der IMF/Worldbank „Guidelines for Public Debt Management: Accompanying

Document“ aus dem Jahr 2002 und „Strengthening Debt Management Practices: Lessons from Country Experiences and Issues Going Forward“ aus 2007.

6.3.1. *Ziele eines Schuldenmanagements*

Der IWF und die Weltbank sehen die Zielvorgabe für ein staatliches Schuldenmanagement als die wichtigste Komponente bei der Entwicklung und Implementierung eines Schuldenmanagements an. Ein geeignetes Hauptziel soll es gemäß der IWF/Weltbank sein, die Finanzierungsbedürfnisse der Regierung und ihre Zahlungsverpflichtungen zu den niedrigsten Kosten in der mittleren bis langen Frist sicherzustellen. Dies soll gleichzeitig konsistent mit einem tragbaren Risikoniveau sein.

Die vom IWF/Weltbank vorgestellten Ziele eines Schuldenmanagement sind:

- (1) Schuldenmanager, Fiskalpolitiker und Zentralbanker sollen das gleiche Verständnis für die Ziele eines öffentlichen Schuldenmanagements, der Fiskalpolitik, der Geldpolitik und den Interdependenzen zwischen den verschiedenen Institutionen erwerben.
- (2) Wenn es der Entwicklungsstand des Landes erlaubt, soll ein öffentliches Schuldenmanagement von geldpolitischen Zielen und fiskalischer Rechenschaftspflicht getrennt werden.
- (3) Das Schuldenmanagement, die Fiskal- und die Geldpolitik sollen ihre Informationen darüber austauschen, welche kurzfristigen und zukünftigen Finanzierungsbedürfnisse bestehen.

Die meisten der am Pilot-Projekt beteiligten Länder haben dieses Ziel ergänzt um ein Risikomanagement. Beispielhaft sollen hier aber auch zwei Länder vorgestellt werden, die abweichende Ziele formuliert haben: In den USA sollen die niedrigsten Kosten im Zeitablauf angestrebt werden, ohne eine explizite Bestimmung einer mittleren oder langen Frist. Damit sind den Schuldenmanagern mehr Freiräume eingeräumt. Jamaika gibt zwar das Ziel vor, zu den niedrigsten Kosten die Finanzierungsbedürfnisse der Regierung zu decken, jedoch wird keine Zeitangabe gemacht, in der dies zu erreichen

ist. Stattdessen gibt die Regierung vor, ein nachhaltig tragfähiges Schuldenniveau in der mittleren Frist anzustreben. Die Anwendung eines Risikomanagement-Systems wird nicht explizit erwähnt (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.20). Viele Länder haben sich zum Ziel gesetzt, die Entwicklung und Pflege eines effizienten Primär- und Sekundärmarktes für Staatspapiere voranzutreiben. Kurzfristig haben Regierungen zur Erreichung dieses Ziels höhere Kreditbeschaffungskosten zu tragen. Die meisten Regierungen sind dazu bereit, weil sie erwarten, dass die Kreditbeschaffungskosten im Zeitablauf mit der weiteren Entwicklung der Märkte und steigender Liquidität entlang der gesamten Zinsstrukturkurve sinken werden. Auf einem derart entwickelten heimischen Kapitalmarkt für Staatspapiere wird es für Regierungen möglich sein, einen größeren Anteil ihrer Verschuldung, die bisher noch in Fremdwährung oder in heimischen Kurzläufem gehalten wird, auf langlaufende festverzinsliche Schuldtitel in heimischer Währung umzuschichten. Dies geht mit einer Reduzierung des Zins-, Währungs- und Prolongationsrisikos einher und ist damit wünschenswert. Die Länder Brasilien, Jamaika, Marokko und Südafrika verfolgen dieses Ziel explizit. Als Nebeneffekt fördert die Entwicklung des Marktes für Staatspapiere die Entwicklung des heimischen Kapitalmarktes für alle Arten von Wertpapieren aus dem Privatsektor. Beispielsweise ist in Japan der Sekundärmarkt für Staatspapiere der umsatzstärkste Teilmarkt und Basis für den gesamten heimischen Kreditmarkt (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.21-22).

6.3.2. *Schuldenmanagement-Strategie*

Als ein weiteres wichtiges Element neben der Zielsetzung für ein Schuldenmanagement ist deren Strategie. Eine Schuldenmanagement-Strategie offeriert einen Rahmen, um darin Entscheidungen zur Kapitalbeschaffung zu treffen. Die Strategie soll erkennen lassen, welche Allokation sich die Regierung für ihr Schuldenportfolio vorstellt, welche Risiken zu berücksichtigen sind und welche weiteren Ziele die Regierung anstrebt. Darauf aufbauend sollen verschiedene Taktiken, das Instrumentarium und weitere operative Maßnahmen zur Adjustierung des Schuldenportfolios entwickelt werden. Dazu zählen Entscheidungen zur Auswahl der Laufzeiten der Schuldenpapiere und in welcher Währung die Papiere begeben werden sollen. Um diese Entscheidungen zu treffen, sind die spezifischen Charakteristika des Landes zu berücksichtigen, also das bereits be-

stehende Schuldenportfolio, die Anfälligkeit des Landes gegenüber realen und finanziellen Schocks sowie der Entwicklungsstand der heimischen Kapitalmärkte (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 9).

Die Richtlinien der IWF/Weltbank sind:

- (a) Die Risiken, die mit der Struktur der Verschuldung einer Regierung verbunden sind, sollen überwacht, bewertet und gesteuert werden. Dabei darf die Schuldenstruktur unter Berücksichtigung der damit verbundenen Kosten geändert werden.
- (b) Um Richtlinien zur Schuldenaufnahme und zur Risikoreduzierung aufstellen zu können, soll das Schuldenmanagement alle Risiken, die mit den Zahlungsströmen der Regierung verbunden sind, kennen.
- (c) Die Risiken, die mit Krediten in fremder Währung, kurzfristiger und variabler Verzinsung einhergehen, sollen sorgfältig abgeschätzt und bewertet werden.
- (d) Mit einem Liquiditätsmanagement soll sichergestellt werden, dass die Zahlungsverpflichtungen der Regierung im Augenblick ihrer Fälligkeit erfüllt werden können.

In den meisten der vom IWF/Weltbank betreuten Länder entscheidet die Regierung oder das Finanzministerium auf Vorschlag des Schuldenbüros/-agentur über die Schuldenmanagement-Strategie. Die Länder mit einer Schuldenagentur haben dafür formale Richtlinien entwickelt. Jedes Jahr werden die Politiker über die aktuelle Strategie informiert. Wenn die Ziele und die Strategie für das Schuldenmanagement nicht klar sind und nur eine schwache Aufsicht implementiert ist, kann es zu politischem Druck auf das Schuldenbüro/-agentur kommen. Die Schuldenmanager konzentrieren sich in diesem Fall auf kurzfristige Kosteneinsparungen, was zu Lasten eines höheren Risikos des Portfolios in Bezug auf den zukünftigen Zinsdienst geht. Beispielsweise ist die Konstellation vorstellbar, dass die geplante Schuldenaufnahme nicht dem Emissionskalender folgt, sondern die Kapitalbeschaffung erst am Ende des Fiskaljahres erfolgt. Dies wird immer dann der Fall sein, wenn die Regierung am Ende des Fiskaljahres einen niedrigeren langfristigen Marktzins erwartet als im laufenden Jahr. Das Schuldenbüro/-agentur hat diese Erwartungen zu berücksichtigen und die Kapitalbeschaffung

in die Zukunft zu verschieben – spätestens bis zum Ende des Fiskaljahres, um einen ausgeglichenen Staatshaushalt zu präsentieren. Die unterjährige Kapitalbeschaffung erfolgt bei den Grossbanken als Kredit mit kurzen Laufzeiten. Unter der Annahme einer normal steigenden Zinsstrukturkurve ist der Marktzins an deren vorderen Ende niedriger als am hinteren Ende. Damit gehen Kosteneinsparungen einher zu Lasten eines höheren Liquiditäts- und Prolongationsrisikos. Wenn am Ende des Fiskaljahres festgestellt wird, dass sich im Laufe des Jahres die Marktzinsen nicht in die von den Politikern gewünschte Richtung entwickelt haben, wird am Ende des Fiskaljahres zu ungünstigen Konditionen Kapital beschafft (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.29).

Einige Länder, unter ihnen Kolumbien, Kenia, Libanon, Nicaragua und Tunesien, verfolgen eine implizite Strategie. Bisher konnten diese Länder noch keine formale Strategie implementieren, weil die Zuständigkeiten für ein Schuldenmanagement stark fragmentiert und nur wenige Informationen für eine quantitative Analyse vorhanden sind. Es wurden in diesen Ländern kaum personelle Kapazitäten aufgebaut, um eine formale Strategie zu entwickeln (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 9). Eine implizite Strategie ist mit Nachteilen verbunden. (1) Kredite von der internationalen Finanzgemeinschaft (konzessionäre Kredite) und die Zusammenhänge zwischen der Verschuldung in Fremdwährung (relativ niedrige Zinsen und lange Laufzeiten) und der heimischen Verschuldung (kürzere Laufzeiten und höhere Zinsen) können nicht formal im Schuldenportfolio und deren Strategie berücksichtigt werden. Dies ist in den Ländern Kenia, Pakistan, Sri Lanka und Sambia beobachtet worden. (2) Es können die Transaktionen, die das Risiko oder die Kosten in einem Sub-Portfolio senken, aber es dafür in einem anderen Sub-Portfolio erhöhen, nicht erfasst werden. (3) Aktivitäten, die kurzfristig zweckmäßig erschienen wie eine Kostenreduzierung, haben eventuell mittelfristig negative Auswirkungen auf das Risikomanagement – auch diese Zusammenhänge können in einer impliziten Strategie nicht beachtet werden (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 9).

Die Länder Brasilien, Bulgarien, Kolumbien, Costa Rica, Tschechische Republik, Ungarn, Indonesien, Peru, Polen und Mexiko, die zu den Ländern mittleren Einkommens zählen (MIC) haben im Vergleich zum Jahr 2002 Fortschritte bei der Ent-

wicklung und Bekanntmachung ihrer Schuldenmanagement-Strategie gemacht. Andere Länder wie Tansania und Papua Neu-Guinea, die zu den Ländern mit niedrigen Einkommen zählen (LIC), haben zumindest ihre Schuldenmanagement-Strategie veröffentlicht. In den Strategien fehlen jedoch die systematischen Analysen zu den Kosten und Risiken, die mit dem Schuldenportfolio einhergehen, sowie die Einbeziehung aller Schulden. Die meisten Länder, die in den Studien des IMF/Worldbank-Projektes untersucht wurden, haben nur eine Strategie für die externe Verschuldung aufgestellt (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 8).

Um eine mittelfristige Schuldenmanagement-Strategie zu entwickeln, sind die existierenden Vorgehensweisen bei der Verwaltung der Schulden zu formalisieren. Mehrere Aspekte sind dabei zu berücksichtigen: (a) die Glaubwürdigkeit der Geld- und Fiskalpolitik; (b) der Entwicklungsstand der Kapitalmärkte und der Institutionen, die auf die Kapitalmärkte einwirken können; (c) die Kosten und Risiken, die aus den verschiedenen Strategien und der Anwendung des Instrumentariums erwachsen. Dabei fehlt es in einigen Ländern an einer systematischen Definition und Erfassung aller Kosten und Risiken, sodass ökonometrische Modelle zur Ermittlung geeigneter Kennzahlen auf einer unsoliden Datenbasis stehen und deshalb in der Praxis unwirksam sind. (d) Die Risiken von Veränderungen in den Terms-of-Trades und (e) die Volatilität von Entwicklungshilfe (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 10). Eine mittelfristige Schuldenmanagement-Strategie soll auf dem jährlichen Haushaltsbudget und der dazugehörigen mittelfristigen Finanzplanung basieren. Viele Länder des Pilot-Projektes haben jedoch ihre mittelfristige Finanzplanung nicht mit dem jährlichen Haushaltsbudget verknüpft. Insofern ist eine Analyse zum Schuldenmanagement in den Rahmen einer Analyse zur nachhaltigen Tragfähigkeit des Schuldenniveaus zu integrieren. Damit finden Veränderungen in Schlüsselvariablen Eingang in die langfristigen Projektionen zur makroökonomischen und fiskalischen Entwicklung und die Konsequenzen für die Schuldentwicklung werden aufgezeigt. Ein Modell, das die zukünftigen Staatsausgaben und einnahmen unter verschiedenen Szenarien aufzeigt, ermöglicht Einblicke in das Haushaltsbudget und wie es auf Veränderungen im Schuldendienst reagiert. Daraus lassen sich die Schlüsselvariablen identifizieren, die zu einer Glättung des Schuldendienstes führen (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 10).

In Schweden wird jedes Jahr vom Kabinett die Schuldenmanagement-Strategie für das Jahr vorgegeben. Darin werden die Zielvolumina in fremder und heimischer Währung sowie inflationsindexierter Schuldtitel, das Fälligkeitsprofil der ausstehenden Schuld, die durchschnittliche Laufzeit der Staatspapiere im Portfolio und die Regeln zur Evaluierung der Aktivitäten der Schuldenagentur festgelegt. In Portugal wird die Strategie in drei Schritten entwickelt: Erstens setzt der Finanzminister langfristige Benchmarks zur Portfolioallokation (durchschnittliche Laufzeit der Staatspapiere im Schuldenportfolio, Währungs- und Prolongationsrisiko), um die Kosten und Wertentwicklungen des Schuldenportfolios evaluieren zu können. Zweitens spezifiziert das Kabinett jährlich die Instrumente, die zur Erreichung der Langfristziele eingesetzt werden sollen und gibt die Verschuldungsgrenze vor. Drittens erstellt der Finanzminister Richtlinien zum Einsatz von spezifischen Operationen wie Schuldenrückkäufe, Emissionsstrategien der einzelnen Instrumente und das Marketing gegenüber den Prime Dealern und anderen Finanzintermediären (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.30). Mit dieser Vorgehensweise stellt die Regierung Portugals sicher, dass sich die Schuldenagentur im gesetzten jährlichen Rahmen verhält. In normalen Zeiten erscheint dieses Vorgehen sinnvoll, denn es ist transparent und die Marktteilnehmer können sich auf die Aktivitäten der Schuldenagentur einstellen. Im Fall einer überraschend auftretenden Krise sind die Vorgaben der Regierung jedoch zu starr. Kurzfristig sollte es in Krisenzeiten erlaubt sein, die Verschuldungsgrenzen zu überschreiten. Überdies sollte ein Schuldenmanagement spezifische Instrumente vorrätig halten.

Aufgrund des sehr umfangreichen Nachholbedarfs vieler Länder mittleren und niedrigen Einkommens haben der IWF und die Weltbank eine Datenbank erstellt, in der Informationen zu den verschiedenen Schuldenmanagement-Strategien gesammelt und anderen Ländern diese Informationen zugänglich gemacht werden. Ziel ist es, damit die Qualität der Schuldenstatistiken in den einzelnen Ländern zu erhöhen. Die Bereitstellung von zeitnahen und qualitativ hochwertigen Statistiken kann beispielsweise die Implementierung eines Risikomanagement-Systems maßgeblich unterstützen. Schuldenmanager, die für die Bereitstellung der Verschuldungs-Daten in den jeweiligen Ländern verantwortlich sind, werden deshalb intensiv in der Methodik der internationalen Buchführungspraxis und in ökonometrischen Methoden bei der Aufstellung der Schulden-

statistik geschult. Jedoch haben schon seit vielen Jahren Institutionen, die sich mit der Entwicklung von Volkswirtschaften beschäftigen, kontinuierlich Projekte im Themenbereich verlässlicher Schuldenstatistiken und Reporting-Systemen aufgelegt. Entscheidende Fortschritte sind dabei in einigen Ländern jedoch bisher nicht zu verzeichnen gewesen (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 15).

In vielen Ländern mit geringen Einkommen, zu ihnen zählen die zentralamerikanischen Länder, werden in der Regel wöchentlich neue Staatspapiere emittiert. Dahinter steht jedoch keine mittelfristige Strategie. Ziel dieser Länder ist es lediglich, den kurzfristigen Kapitalbedarf der Regierung zu decken. Generell gilt für diese Länder, dass sie ihre Kapazitäten und Ressourcen im Schuldenmanagement deutlich ausbauen sollten. Dabei ist abzuwägen, ob ein Schuldenbüro organisatorisch innerhalb des Finanzministerium anzusiedeln ist oder als separierte Schuldenagentur gegründet werden sollte. Wichtige Kriterien bei der Entscheidungsfindung sind die formale Anerkennung als organisatorische Einheit für das Schuldenmanagement, eine klare Abgrenzung des Mandats, der Zuständigkeiten, Kompetenzen und Rechenschaftspflichten, der Einkauf qualifizierter Fachkräfte und die finanzielle Ausstattung (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.29-30).

Mit einem Liquiditätsmanagement werden die Barmittel gesteuert. Da am Fälligkeitstag eines Schuldtitels in Barmitteln geleistet wird, sind dafür die entsprechenden Bar-Volumina vorrätig zu halten. Sobald Schuldtitel am Markt platziert werden, fließt andererseits Liquidität wieder zu, die an das Haushaltsbudget übertragen werden abzüglich der Liquidität, die für die Bedienung des Schuldendienstes an den entsprechenden Fälligkeitstagen notwendig ist. Dies ist eine Prolongation der Verschuldung zuzüglich einer Neukreditbeschaffung. Der Aufbau eines effektiven Liquiditätsmanagement reduziert die Kosten. Das Liquiditäts- und Prolongationsrisiko werden reduziert, indem Zins- und Tilgungsleistungen zum fälligen Zeitpunkt erbracht und das Emissionsprogramm eingehalten werden kann. In Kroatien, Indonesien und Tunesien ist es vorgekommen, dass Zinstermine mehrerer Tranchen terminlich dicht beieinander lagen und, mangels eines Liquiditätsmanagements, nicht genügend Barmittel für deren Bedienung vorhanden war. In der nächsten stattfindenden Auktion war infolgedessen das Volumen unplan-

mäßig und für die Marktteilnehmer unerwartet erhöht worden. Das unplanmäßige Verhalten des Schuldenbüros hatte negative Reputationseffekte auf das Schuldenmanagement.

In den meisten Ländern mittleren Einkommens haben die Regierungen Konten bei verschiedenen Großbanken, ohne dass eine Institution einen Überblick über die Anzahl der Konten oder die darauf vorhandenen Guthaben bzw. Kreditlinien hat. Damit werden ein effektives Liquiditätsmanagement und die Planung der Barmittel unmöglich (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 11/12). Ein Liquiditätsmanagement hat demnach alle Konten der Regierung bei den verschiedenen Banken zu konsolidieren und zu steuern. Nur so kann sichergestellt werden, dass nicht Kapitalbeschaffungskosten aufgebracht werden müssen, während gleichzeitig Liquidität auf Konten lagert.

Der Nutzen eines gut funktionierenden heimischen Kreditmarktes zeigt sich auch im Liquiditätsmanagement. Das Schuldenmanagement hält Liquidität vorrätig, um den Zahlungsverpflichtungen, beispielsweise aus fällig werdenden Anleihen und Problemen bei der nächsten Emission, termingerecht nachkommen zu können. Schweden beispielsweise ist von seiner Fähigkeit überzeugt, zu jeder Zeit vollumfänglich Kapital am Kreditmarkt aufnehmen zu können, sodass die Schuldenagentur keinen hohen Barmittelbestand vorrätig hält. Dies setzt gleichwohl voraus, dass seitens der Regierung keine unerwarteten Zahlungsströme auftauchen.

Länder mit hohem Einkommen haben eine Benchmark-Anleihe mittlerer Laufzeit für den kurzfristigen Liquiditätsbedarf emittiert. Je nach Liquiditätsbedarf wird die Anleihe vom Markt zurückgekauft oder wieder dem Markt angeboten, um Barmittel einzusammeln. Um das Prolongationsrisiko, das mit dieser Anleihe verbunden ist, zu senken, wird üblicherweise der Handel mit dieser Anleihe zu deren Fälligkeitsdatum hin erhöht. So wird die Anleihe am Sekundärmarkt sukzessive zurückgekauft. Am Fälligkeitstag steht damit nicht mehr das gesamte Volumen der emittierten Anleihe zur Rückzahlung an. Am Fälligkeitstag wird gleichzeitig eine neue Benchmark-Anleihe mittlerer Laufzeit emittiert. Ein Teil des Volumens wird sofort am Markt platziert, um die gerade fällig gewordene Anleihe zu ersetzen. Der Rest wird am Markt platziert wie es die Liqui-

ditätsbedürfnisse des Schuldenmanagements erforderlich machen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 37).

Während der mexikanischen Finanzkrise 1994/95 wurde offensichtlich, dass sich das Schuldenportfolio Mexikos zum größten Teil aus kurzlaufenden Schuldtitel in fremder Währung zusammengesetzt hatte. Während der Krise erkannte die mexikanische Regierung die Notwendigkeit, den heimischen Kreditmarkt und neue Instrumente hierfür zu entwickeln sowie aufsichtsrechtliche Anpassungen vorzunehmen. Die Regierung gab das neue Ziel aus, die Abhängigkeit von kurzlaufenden und in fremder Währung denominierten Schuldpapieren zu verringern. In den folgenden Jahren machte Mexiko Fortschritte dabei, das Währungs-, Zins- und Prolongationsrisiko zu reduzieren. Es wurden verstärkt Schuldtitel in heimischer Währung mittlerer Laufzeiten mit variabler Verzinsung und festverzinsliche Schuldpapiere mittlerer und langer Laufzeiten emittiert. Mit den variabel verzinsten Schuldtiteln mittlerer Laufzeiten wurde das Prolongationsrisiko reduziert. Mit den festverzinslichen Schuldpapieren in heimischer Währung längerer Laufzeiten wurde gleichzeitig das Zins-, Währungs- und Prolongationsrisiko verringert. Ein positiver Reputationseffekt wurde generiert, indem die langlaufenden Schuldtitel regelmäßig mit Zinsen bedient wurden.

Portugal verfolgt die Strategie, eine Zinsstrukturkurve mit Staatsanleihen aufzubauen. Dazu emittiert die Schuldenagentur Staatsanleihen mit verschiedenen Laufzeiten. Um die Liquidität dieser als Benchmark fungierenden Anleihen sicherzustellen, beträgt das jeweilige Emissionsvolumen einer Tranche mindestens 5 Milliarden Euro. In jedem Jahr werden mindestens eine Anleihe mit 10-jähriger und eine Anleihe mit 5-jähriger Laufzeit emittiert. Gleichzeitig hat die Entwicklung eines effizienten Primär- und Sekundärmarktes hohe Priorität (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 35). Brasilien wechselte seine Strategie während der Südostasien-/Russland-Krise. Vor der Krise verfolgte das Land die Strategie, die durchschnittliche Laufzeit des Schuldenportfolios zu verlängern und das Zinsrisiko zu verringern. Die Strategie wurde umgesetzt, indem langlaufende festverzinsliche Schuldtitel emittiert wurden. Während der Krise änderte Brasilien seine Strategie, denn das Prolongationsrisiko wuchs durch die steigenden Spreads auf die brasilianischen Schuldtitel. Überdies signalisierten die Marktteilnehmer der brasilianischen

nischen Schuldenagentur, dass sie zwar langlaufende Wertpapiere kaufen würden, diese sollten aber eine variable oder inflationsindexierte Verzinsung anbieten. Da Brasilien das Prolongationsrisiko höher als das Zinsrisiko bewertete, emittierte es während und nach der Krise variabel und inflationsindexierte langlaufende Schuldpapiere. Damit stieg das Zinsrisiko, aber es sank das Prolongationsrisiko im Schuldenportfolio. Dies war ein deutlicher Strategiewechsel.

6.3.3. *Institutioneller Ordnungsrahmen*

Es gibt verschiedene Ausgestaltungsformen für eine Eingliederung des Schuldenmanagement in das staatliche Geflecht an Institutionen und hat die Länderspezifika zu berücksichtigen. Der IWF/Weltbank hat als Richtlinien vorgeschlagen, dass

- (a) der rechtliche Ordnungsrahmen klar die Institution benennt, die die Verschuldung praktisch und rechtlich an den Kapitalmärkten abwickeln darf.
- (b) der organisatorische Rahmen genau spezifiziert wird und sicherstellt, dass die Mandate, Zuständigkeiten und Kompetenzen klar formuliert sind.
- (c) das Risiko für die Regierung, das aus einer schwachen Kontrolle über operationelle Risiken erwächst, steuerbar bleibt. Es soll sich an den Richtlinien der Privatwirtschaft orientieren. Dazu zählen gut formulierte Zuständigkeiten und Kompetenzen für die Belegschaft, ein klares Reporting und eine laufende Überwachung.
- (d) die Aktivitäten des Schuldenmanagements von einem abgesicherten und bereichsübergreifenden IT-gestützten Informationssystem begleitet wird.
- (e) die Personen, die mit dem Schuldenmanagement betraut sind, Gegenstand von Wohlverhaltensregeln und Regeln zu Interessenkonflikten sind.
- (f) Prozesse aufgestellt werden, die eine Wiederaufnahme der Aktivitäten des Schuldenmanagements im Fall von Naturkatastrophen, sozialen Unruhen oder Terrorakten sicherstellt.

Verantwortlich für die Schuldenaufnahme und Vorgabe einer Schuldenmanagement-Strategie ist der Finanzminister einer Volkswirtschaft. Das Tagesgeschäft delegiert der Minister an ein Schuldenbüro. Wird das Tagesgeschäft an eine eigenständige organisatorische Einheit delegiert, die außerhalb des Finanzministeriums oder der Zentralbank konstituiert ist, wird von einer Schuldenagentur gesprochen. Drei grundsätzliche institutionelle Ausgestaltungen sind möglich:

(1) Das Finanzministerium steuert die öffentliche Verschuldung selbstständig in einem Schuldenbüro und ist verantwortlich für alle Funktionen strategischer und taktischer Art. Die Zentralbank erhält die Funktion des Durchführungsorgans. Sie kauft und verkauft die Schuldenpapiere und verantwortet die dafür notwendigen Abwicklungs- und Zahlungsverkehrssysteme.

(2) Die Zentralbank steuert und verwaltet die öffentliche Verschuldung. Sie ist verantwortlich für die Strategie und das Liquiditätsmanagement. Das Finanzministerium ist aufsichtführendes Organ.

(3) Das Schuldenmanagement ist in eine eigenständige Schuldenagentur ausgegliedert mit eigenen Zielen und eigener Strategie. Sie bildet neben der Fiskal- und Geldpolitik eine dritte tragende Säule.

Ein effizienter Ordnungsrahmen für ein Schuldenbüro kann folgendermaßen aussehen:

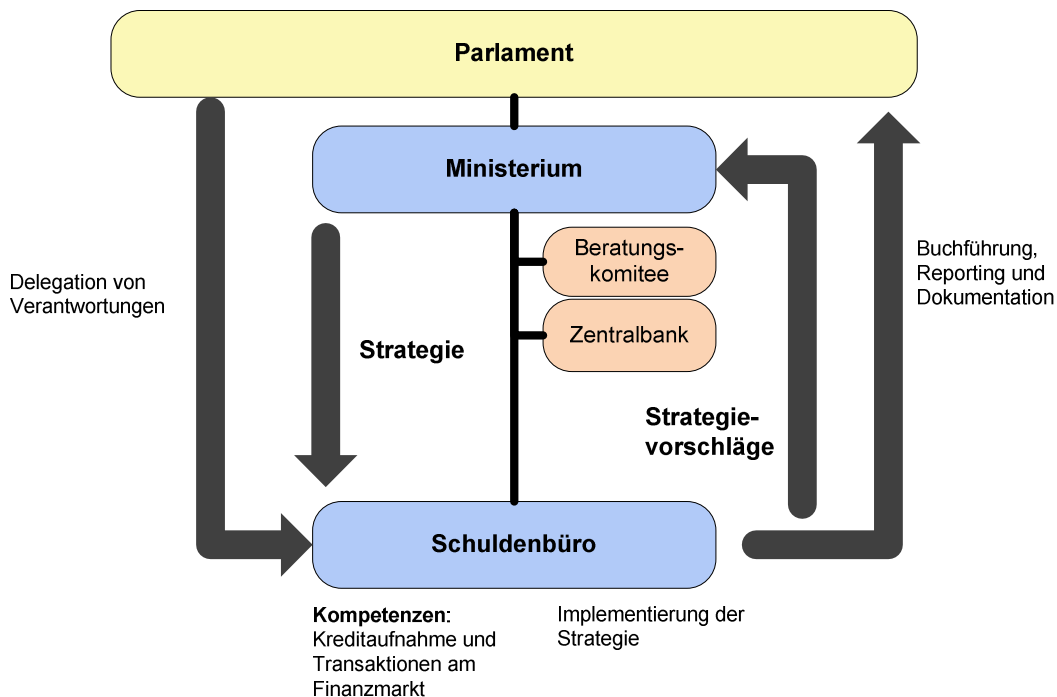


Abbildung 10: Organisatorische Einordnung einer Debt Management Einheit
Quelle: eigene Darstellung

In der Abbildung ist dargestellt, dass ein Schuldenbüro dem Finanzministerium organisatorisch untergeordnet ist. Die Strategie wird vom Ministerium vorgegeben, das wiederum vom Parlament die Aufgabe dazu erhält. Als Beratungsgremien sind die Zentralbank und externe Berater vorgesehen. Externes Wissen von ausgesuchten Persönlichkeiten der Finanzwirtschaft und der Zentralbank stellen sicher, dass die Schuldenmanagement-Strategie mit der geld- und fiskalpolitischen Strategien im Einklang steht und in welcher Form eine Koordination zwischen den drei Institutionen stattzufinden hat. In einem rekursiven Prozess ist es dem Schuldenbüro möglich, Strategievorschläge an das Ministerium zu leiten. Nur so kann sichergestellt werden, dass eine vorgegebene Strategie in eine Diskussion überführt werden kann und über die Zeit anpassbar bleibt. Das Schuldenbüro betreibt nicht nur Marktbeobachtung, sondern generiert dabei auch Wissen über das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer. Diese Einsichten werden dazu genutzt, die Strategie und das Instrumentarium kontinuierlich anzupassen. Das Parlament delegiert die Verwaltung und die Steuerung der Staatsverschuldung an das Schuldenbüro, das in Verbindung mit der Strategie und dem Instrumentarium die dazu notwendigen Prozesse implementiert. Um Transparenz zu gewährleisten, führt das Schul-

denbüro gegenüber dem Parlament Buch, dokumentiert alle Transaktionen und erstellt ein Reporting.

Die Rolle des Parlaments oder Kongresses bei der Steuerung und Verwaltung der Schulden differiert von Land zu Land - abgesehen von ihrer Rolle, Aufgaben zu delegieren. In Schweden hat das Parlament die Aufgabe, die Ziele für das Schuldenmanagement vorzugeben und vom Kabinett einen Jahresbericht entgegenzunehmen, in dem das Schuldenmanagement evaluiert wird. In Mexiko prüft der Kongress neben der Schuldenstrategie auch die Verschuldungsgrenzen für die heimische und externe Schuldenaufnahme. In Irland und Großbritannien berichtet der oberste Schuldenmanager direkt an das Parlament (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.31).

Innerhalb des Schuldenmanagements sind Abteilungen zu schaffen, die organisatorisch unabhängig voneinander sind. Mehrere Länder haben ihr Front-Office vom Back-Office getrennt. Länder, die mit einem aktiven Handel von erwarteten Zins- und Währungsänderungen einen Ertrag erwirtschaften wollen, haben zusätzlich noch ein separates Middle-Office. Das Middle-Office hat folgende Funktionen: (a) Es stellt sicher, dass alle vom Front-Office getätigten Geschäfte im Einklang mit den vordefinierten Risikokennzahlen stehen; (b) es berechnet die Wertentwicklung der vom Front-Offices getätigten Geschäfte im Vergleich zur Wertentwicklung des strategischen Benchmark-Portfolios; (c) es gibt angemessene Geschäftsprozesse vor und überprüft, ob sie eingehalten werden und (d) spielt eine aktive Rolle bei der Entwicklung der Schuldenmanagement-Strategie (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.31).

Es besteht ein Trend hin zur Zentralisierung der Funktionen, die mit dem Schuldenmanagement verbunden sind. In vielen Ländern ist das Schuldenmanagement beim Finanzministerium angesiedelt (Schuldenbüro), nachdem es zuvor beispielsweise zwischen dem Finanzministerium und der Zentralbank aufgeteilt war. Die Länder Irland, Portugal, Schweden und Großbritannien haben ihr Schuldenmanagement komplett in eine Schuldenagentur ausgelagert und damit einen höheren Grad an Unabhängigkeit erreicht. Gleichwohl berichten die Schuldenmanager weiter an das Kabinett oder das Finanzministerium und werden von dort kontrolliert. Alle Länder mit einem Schuldenbüro

nutzen die Zentralbank bei der Durchführung von Auktionen auf dem heimischen Kreditmarkt. Dies steht im Kontrast zu den Schuldenagenturen, die außerhalb des Finanzministerium verortet sind: Schuldenagenturen führen Auktionen selbstständig ohne Hilfe der Zentralbank durch (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 31). Die Überlegungen hinter den verschiedenen organisatorischen Ausgestaltungen differieren zwischen den Ländern. Großbritannien und Dänemark haben zwar beide das Schuldenmanagement für externe Schulden und das Management der Währungsreserven bei der Zentralbank angesiedelt, jedoch verfolgen die beiden Länder beim Schuldenmanagement in heimischer Währung unterschiedliche Strategien. Großbritannien hat für die heimische Verschuldung eine eigene Agentur gegründet, weil es der Meinung ist, dass die Geldpolitik und das Schuldenmanagement in heimischer Währung unterschiedliche Ziele verfolgen sollten. Das Schuldenmanagement in heimischer Währung sollte nicht über Insiderwissen aus der Zentralbank und damit über einen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern verfügen. Dänemark hat das Schuldenmanagement der heimischen Währung an die Zentralbank delegiert und gleichzeitig strenge Finanzierungsregeln vorgegeben. Das spezifische Wissen der Zentralbank über die Kapitalmärkte wird damit gleichzeitig auch vom Schuldenbüro genutzt. Da die dänischen Zinsen inzwischen größtenteils vom europäischen Kapitalmarkt diktiert werden und die dänische Zentralbank keinen signifikanten Einfluss auf die Märkte ausübt, besteht nicht die Gefahr, dass das Schuldenmanagement Insiderwissen über die weitere Zinsentwicklung in Dänemark zum Vorteil für die staatliche Schuldenaufnahme nutzen kann.

Irland hat eine eigenständige Schuldenagentur konstituiert und darin alle Managementaufgaben zentralisiert. Damit wird unter anderem das Ziel verfolgt, Personal mit spezifischem Wissen zu marktähnlichen Konditionen einzukaufen, was innerhalb des Finanzministeriums als nicht möglich angesehen wird. Polen hatte nach dem Fall des Eisernen Vorhangs im Transitionsprozess hin zu freien Märkten ein Schuldenbüro innerhalb des Finanzministeriums gegründet. Das Schuldenbüro wurde zu jener Zeit mit umfangreichen Instrumenten zur Entwicklung eines Kapitalmarktes, der Kooperation mit den Aufsichtsbehörden und zur Vorbereitung eines rechtlichen und institutionellen Rahmens ausgestattet. Inzwischen ist daraus eine eigenständige Schuldenagentur geworden. Neuseeland hat ebenfalls ein Schuldenbüro innerhalb des Finanzministeriums eingerichtet

mit der Begründung, dass andernfalls die nötige Vernetzung zwischen einer eigenständigen Schuldenagentur und dem Finanzministerium nur schwer aufrecht erhalten werden kann. Das spezifische Wissen des Schuldenbüros hinsichtlich der Prognose des zukünftigen Zinsdienstes und des Kapitalmarktes soll auf diese Weise einfach und effizient den Abteilungen des Finanzministeriums zugänglich gemacht werden (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 31).

Ausgelagerte und eigenständige Schuldenagenturen hatten 2002 neben Irland lediglich Portugal, Schweden und Großbritannien. Argumente, die für die Ausgliederung sprechen, sind: (1) Die oberste Führungsebene kann sich um die Umsetzung der Schuldenpolitik kümmern und ist nur hierfür verantwortlich und nicht auch gleichzeitig für die Fiskal- oder die Geldpolitik. Wenn das Schuldenmanagement im Finanzministerium oder der Zentralbank angesiedelt ist, besteht das Risiko, dass die Ziele der Schuldenpolitik nur untergeordnet verfolgt werden. (2) Es kann hochqualifiziertes Personal angeworben und gehalten werden, weil annähernd wettbewerbsfähige Gehälter gezahlt werden können (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.33).

Jedoch ist eine eigenständige Schuldenagentur nicht für jedes Land geeignet. Die Argumente, die für die Einordnung des Schuldenmanagements in das Finanzministerium oder die Zentralbank sprechen, sind: (1) Die Verbindung zur Fiskalpolitik bzw. zur Geldpolitik ist näher. In den Ländern, in denen der heimische Kapitalmarkt noch nicht weit entwickelt ist, ist eine Koordinierung zwischen der Schulden-, Fiskal- und Geldpolitik besonders wichtig. (2) Damit das Finanzministerium über die Schuldenmanagement-Strategie entscheiden oder die Arbeit der Schuldenagentur bewerten kann, benötigt es qualifiziertes Personal, das adäquates Wissen im Schuldenmanagement besitzt. Dies ist gewährleistet, wenn – abstrahiert von der Zahlung marktgerechter Gehälter – das Schuldenmanagement eine Abteilung des Finanzministeriums ist (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.33).

Bei der Frage, ob das Schuldenmanagement in eine Schuldenagentur ausgegliedert werden soll, wird das Monitoring zu einer kritischen Größe, denn nur damit ist es dem Parlament möglich, die Schuldenagentur für Verfehlungen zu sanktionieren bzw. Er-

folge zu honorieren. Da die hier betrachteten Schwellenländer im Kontext von Finanzkrisen stehen und damit neben hoher Verschuldung in der Regel auch eine hohe Inflation aufweisen, sind die beschriebenen Zusammenhänge signifikant und ein Monitoring ineffizient: Lediglich mit sehr hohem Aufwand wird es dem Parlament möglich sein, die Schuldenagentur zu überwachen. Wird dagegen ein Schuldenbüro in das Finanzministerium integriert, können diese trade-offs internalisiert werden, was die Monitoring-Kosten vergleichsweise gering hält. Die entwickelten Volkswirtschaften haben erst in den letzten 20 Jahren ihr Schuldenmanagement als unabhängige Institution außerhalb des Finanzministeriums angesiedelt – mit Ausnahme Schwedens, das sein Schuldenmanagement bereits 1789 ausgegliedert hatte (vgl. Raspudic Golomejic 2007). Die Schwellenländer sind jedoch noch nicht weit genug entwickelt, um dem Vorbild der Länder mit hohem Einkommen zu folgen. In den Schwellenländern mangelt es noch an der demokratischen Kultur, der Transparenz und den nötigen Rechenschaftspflichten. In Schwellenländern spielen Überwachungs- und Kontrollinstitutionen gegenüber dem Parlament oder der Fiskalpolitik kaum eine Rolle. Es sind demnach zuerst in diesen Bereichen Fortschritte zu erzielen, bevor eine Ausgliederung des Schuldenmanagements gewagt werden kann.

Auch wenn es theoretisch eine klare organisatorische Zuteilung von Aufgaben gibt, ist sie in der Praxis nur selten anzutreffen. Das größte Problem dabei ist es, einer Institution die Verwaltung aller Schulden des Staates zu überlassen. Fragmentierte Zuständigkeiten für das Schuldenmanagement bleiben ein Problem: Die Länder Chile, Costa Rica, Guatemala und Nicaragua haben die Zuständigkeit für das Schuldenmanagement jeweils eingeschränkt. Die heimischen und ausländischen Schulden werden weiterhin getrennt voneinander verwaltet. Schulden, die nur indirekt der Zentralregierung zugeordnet werden können, werden von den Zentralbanken der jeweiligen Länder verwaltet (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 8). Die organisatorischen Strukturen in Ländern wie Costa Rica, Kroatien, El Salvador, Indonesien, Kenia, Kasachstan, Libanon, Pakistan, Rumänien und Sambia verhindern ein effektives Schuldenmanagement. Fragmentierte Zuständigkeiten über verschiedene Ministerien erhöhen den Bedarf an Koordination und verhindern die Entwicklung einer Strategie zur Verwaltung eines aggregierten Schuldenportfolios. In diesen Ländern ist die Rolle der Zentralbank bei der Verwaltung

der heimischen und externen Schulden nicht klar definiert (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 14). Die Zusammenführung der Zuständigkeiten für das Schuldenmanagement in eine einzelne organisatorische Einheit soll als eines der oberen Ziele angestrebt werden. Die Länder Brasilien, Südkorea und Uruguay haben ihr Schuldenmanagement ins Finanzministerium transferiert und damit ein Schuldenbüro geschaffen. Ungarn und Nigeria schufen eine eigenständige Schuldenagentur. In Costa Rica, Nicaragua und Sri Lanka ist ein Transfer der Zuständigkeiten weg von der Zentralbank nicht gelungen. Pakistan hat ein Koordinationsbüro und die Türkei ein Koordinationskommittee gegründet (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 14).

Die Länder mit hohem Einkommen sind am weitesten dabei fortgeschritten, das Schuldenmanagement von anderen Institutionen wie der Zentralbank oder dem Finanzministerium zu trennen und gleichzeitig ein System zur Informationsverteilung über die Zahlungsströme der Fiskalpolitik zwischen den beiden anderen Institutionen zu etablieren. Ein Beispiel sind die EU-Länder. Die Europäische Zentralbank übernimmt für alle EU-Länder die geldpolitischen Aufgaben. Das Schuldenmanagement ist jedoch weiterhin in der Verantwortung der einzelnen Mitgliedsländer. Im Maastricht-Vertrag sind drei Komponenten enthalten, die sich auf die Koordination der beteiligten Institutionen beziehen. Erstens sieht das Vertragswerk ein Verbot für die Regierungen und deren Finanzministerien vor, sich bei ihren nationalen Zentralbanken zu refinanzieren. Zweitens setzt das Vertragswerk Verschuldungsgrenzen, um eine nachhaltige Schuldentragfähigkeit für die EU zu erreichen. Drittes Element ist ein umfangreiches Informationsmanagement, denn das Europäische System der Zentralbanken benötigt zur Wahrnehmung seiner Aufgaben Informationen zu den Zahlungsströmen der einzelnen Regierungen in den Mitgliedsländern (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.22).

In vielen Ländern sind klare Rollen und Zuständigkeiten für alle an der Verwaltung der Schulden beteiligten Institutionen nicht selbstverständlich. Dies beeinflusst die Effizienz eines Schuldenmanagements negativ. Gesetze sind üblicherweise zu unterschiedlichen Zeiten und unter verschiedenen Regierungen entstanden. Bezogen auf die Verschuldung eines Landes gibt es deshalb verschiedene Aufsichtsstufen über die Schuldenaufnahme, beispielsweise kann dies in Kolumbien, Costa Rica, Kenia, dem

Libanon, der Mongolei, Panama und Tunesien beobachtet werden. Es ist beispielsweise im Libanon und in Sri Lanka unterschiedlichen Institutionen erlaubt, Schulden aufzunehmen. In Indonesien, dem Libanon und Sri Lanka sehen die Haushaltsgesetze zwar eine Aggregation der Finanzierungsbedürfnisse der verschiedenen Regierungsstellen vor, setzen aber gleichzeitig Grenzen bei der Wahl der Instrumente oder des Risikoprofils (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 13/14).

Die Länder haben verschiedene Wege gefunden, wie sie ihren gesetzlichen Ordnungsrahmen zur Implementierung eines Schuldenmanagements reformieren können. Jedoch werden diese Reformbemühungen von den institutionellen und politischen Realitäten behindert. Beispielsweise ist in Tunesien eine Änderung der Verfassung nötig, um Änderungen bei der Verwaltung der Schulden herbeizuführen. Bulgarien, Nicaragua und Serbien können über das Haushaltsrecht ein Schuldenmanagement aufbauen. In die Richtung einer mittelfristigen Schuldenmanagement-Strategie gehen die Bemühungen Kolumbiens, Kroatiens und Pakistans, indem sie einen mittelfristigen Haushaltsplan aufstellen. Einige Länder wie Kolumbien und Indonesien brauchen dazu keine Gesetze zu ändern, sondern erreichen die Implementierung eines zentralisierten Schuldenmanagements über Dekrete, Regulierungen oder Ministerialanordnungen. Jedoch sind diese nur als eine Interim-Lösung anzusehen, weil sie genauso schnell wieder abgeschafft werden können wie sie eingeführt wurden. Auch verstärken sie nur die ohnehin hohe Fragmentierung der Gesetzgebung in diesen Ländern (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 14). Vertreter des Schuldenmanagements und der Zentralbank sollen sich regelmäßig zu einem Informationsaustausch treffen und gemeinsam die Finanzierungsbedürfnisse der Regierung besprechen und daraus Prognosen für die Entwicklung des Schuldendienstes und die Belastungen für den Staatshaushalt erstellen Grundsätzlich gilt, dass die Steuerung der drei Politikbereiche (Schulden-, Fiskal- und Geldpolitik) auf den gleichen Annahmen zur ökonomischen und finanziellen Entwicklung des Landes beruhen soll (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.23).

In Jamaika wurde das Schuldenmanagement von der Zentralbank auf das Ministerium für Finanzen und Planung übertragen, was zu einer effizienteren Koordinierung zwischen dem Schuldenmanagement und der Fiskalpolitik sowie einer klaren Ziel-

setzung für das Schuldenmanagement geführt hat. Auf strategischer Ebene finden regelmäßige Treffen zwischen dem Ministerium für Finanzen und Planung, der Zentralbank, dem Planungsinstitut und dem Statistischen Instituts Jamaikas mit dem Ziel statt, das ökonomische und finanzielle Politikprogramm in Strategien für die Fiskal- und Geldpolitik sowie das Schuldenmanagement zu übersetzen. Auf operativer Ebene gibt es wöchentliche Treffen zu den Themen Liquiditätsbedarf der Regierung, Schuldenprogramm, geldpolitische Rahmenbedingungen und Entwicklungen auf den Kapitalmärkten. In Indien gibt es mehrere regelmäßige Treffen zwischen den drei Institutionen und es finden Diskussionen über die fiskalische Situation und deren Auswirkungen auf die Schuldenaufnahme statt. Vertreter des Schuldenmanagements sitzen bei der Zentralbank im Ausschuss für die strategische Ausrichtung und bei der jährlichen Ausarbeitung des Staatshaushaltes. In Marokko arbeitet das Schuldenmanagement aktiv an der Definierung und Zielsetzung des Staatshaushaltes mit, hierbei insbesondere an der Nettoneuverschuldung und der Ressourcen, um den Schuldendienst zu erbringen. (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.24). In Großbritannien beispielsweise vermeidet es das Schuldenbüro, Auktionen an Tagen abzuhalten, wenn die Bank of England Offenmarktgeschäfte durchführt. Ebenfalls macht das Schuldenbüro keine Geschäfte unter 14 Tage und führt keine Auktionen an Tagen durch, an denen die Bank of England ihre Zinsentscheidungen bekannt gibt. Mit solchen Maßnahmen wird der Gefahr begegnet, dass die Aktivitäten des Schuldenbüros/-agentur und der Zentralbank im Widerspruch zueinander stehen. Andernfalls kann es passieren, dass beispielsweise die Regierung Schulden in Fremdwährung zurückzahlt und gleichzeitig die Zentralbank die Währungsreserven aufbauen will (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.22).

Um die Konflikte zwischen dem Finanzministerium und der Zentralbank zu reduzieren, ist die Kreditvergabe der Zentralbank an die Fiskalpolitik institutionell und gesetzlich verankert auf Ausnahmefälle zu beschränken. Damit kann sich die Zentralbank stets auf die rechtsstaatlich verankerten Regeln zurückziehen und sich einer Einmischung seitens des Finanzministeriums verwehren. Unter der Annahme, dass ein unterentwickelter Kapitalmarkt hauptsächlich Transaktionen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve zulässt, agieren Geldpolitik und Schuldenmanagement im gleichen Marktsegment. Sobald die Geldpolitik mit steigenden Leitzinsen im Markt ein Signal zur Bekämpfung

von Inflation setzt, verteuert sie gleichzeitig Anleihen kurzer Laufzeiten. Damit steigen die Kosten der Kapitalbeschaffung für das Schuldenmanagement, sodass das Ziel einer kostengünstigen Kreditbeschaffung in Gefahr gerät. Um die gestiegenen Kapitalbeschaffungskosten nicht tragen zu müssen, kann das Schuldenmanagement auf die internationalen Kapitalmärkte ausweichen oder Instrumente mit längeren Laufzeiten begeben. An den internationalen Finanzplätzen mangelt es dem Land womöglich aber an der nötigen Reputation, der Bonität und dem Vertrauen der Investoren für lange Laufzeiten. Das Schuldenmanagement ist damit gezwungen, kurzlaufende Staatspapiere zu emittieren und verfehlt damit das Ziel, Kongruenz zwischen dem Schuldendienstprofil und den langfristigen Zahlungsströmen der Fiskalpolitik herzustellen. Gleichzeitig holt sich das Schuldenmanagement ein erhöhtes Prolongations-, Markt- und Wechselkursrisiko in das staatliche Schuldenportfolio. Das Schuldenmanagement hat demnach zwischen gestiegenen Kapitalbeschaffungskosten oder einer Risikoerhöhung für das staatliche Schuldenportfolio zu wählen. Eine Antwort auf diese Frage kann lediglich das Risikomanagement-System des Schuldenbüro/-agentur geben. Eine Disinflationspolitik der Zentralbank hat jedoch auch Nutzen für ein Schuldenmanagement: Wenn die Disinflationspolitik der Zentralbank glaubhaft ist, kann es dem Schuldenmanagement gelingen, einige Anleihetranche von variabler und inflationsindexierter Verzinsung auf einen fixen Nominalzins umzustellen. Dies senkt für das Schuldenportfolio das Zinsrisiko, was die Unsicherheit bei der Kalkulation des Schuldendienstprofils reduziert. Damit kann leichter Kongruenz zwischen dem Schuldendienstprofil und dem Staatseinnahmenprofil hergestellt werden, was wiederum das Prolongationsrisiko senkt.

Als Ziel ist daraus abzuleiten, dass der heimische Kapitalmarkt zu entwickeln ist, damit Geldpolitik und Schuldenmanagement in unterschiedlichen Marktsegmenten tätig sein können, sodass die trade-offs reduziert werden. Da dies als ein langfristiges Ziel anzusehen ist, bedarf es interim einer anderen Vorgehensweise: Um das Zusammenwirken zwischen Geldpolitik und Schuldenmanagement zu berücksichtigen ist das Schuldenmanagement nicht für steigende Kreditbeschaffungskosten verantwortlich zu machen, die aus der Disinflationspolitik der Zentralbank herrühren. Gleichwohl ist es nicht als Verdienst des Schuldenmanagements anzusehen, wenn die Kapitalbeschaffungskosten aufgrund sinkender Leitzinsen reduziert werden konnten. In vielen Ländern niedrigen

Einkommens wird die Staatsverschuldung von der Zentralbank verwaltet, was auf mehrere Gründe zurückgeführt werden kann. Nur die Zentralbank ist als Institution so weit entwickelt, dass sie personell, technisch und organisatorisch die notwendigen Ressourcen bereitstellen kann. In den Finanzministerien sind diese Ressourcen in vielen Ländern nicht vorhanden und die Finanzmarktaufsicht ist institutionell noch nicht ausgereift. Ebenfalls sind die heimischen Kapitalmärkte nicht in der Lage, die Finanzierung für einen Staatshaushalt sicherzustellen. Die Instrumente eines Schuldenmanagements, also beispielsweise langlaufende festverzinsliche Anleihen, werden wenig nachgefragt. Die Zentralbank eines Landes hat dagegen etablierte Instrumente wie kurzlaufende Anleihen mit variabler Verzinsung. Sie hat überdies den Kontakt zu den Marktteilnehmern, akzeptierte Emissionspraktiken und eine höhere Glaubwürdigkeit, um das Kapital zu beschaffen, das für die Deckung eines jährlich anfallenden Staatsdefizits notwendig ist. Beispielsweise haben Kenia, Pakistan, Sri Lanka und Sambia nicht genügend technische Ressourcen im Finanzministerium verfügbar, um die Zuständigkeit für das Schuldenmanagement von der Zentralbank auf das Finanzministerium zu übertragen.

Eine Verlagerung des Schuldenmanagements weg von der Zentralbank befreit sie von einem Dilemma. Solange die Zentralbank selbst Schuldenpapiere am Kapitalmarkt platziert und gleichzeitig das Schuldenmanagement verantwortet, sind Zinserhöhungen zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit der Zentralbank nicht wahrscheinlich. Anders wäre dies, wenn die Geldpolitik weder eigene Wertpapiere am Markt platzieren könnte noch für das Schuldenmanagement verantwortlich wäre. Die Zentralbank kann in diesem Fall unabhängig von den Zielen für das Schuldenmanagement (niedrige Zinskosten) die Leitzinsen entsprechend der eigenen Ziele anpassen (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 12).

Probleme bestehen in der Struktur der Zuständigkeiten zwischen der Legislative und der Administration (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.14):

(a) Das Schuldenmanagement ist in seinem Instrumentarium und der Handlungsalternativen eingeschränkt. Beispielsweise sind in einigen zentralamerikanischen Ländern Emissionen nur in engem gesetzlichem Rahmen möglich. Dieser Rahmen gibt

die operativen Bedingungen einer Emission vor, was mit den Marktgegebenheiten zum Zeitpunkt einer Auktion konfliktieren kann. In solch einem Fall hat das Schuldenmanagement keine Möglichkeit, auf andere Instrumente auszuweichen. Eine Verschiebung der Auktion ist dann der einzige Ausweg, der jedoch üblicherweise verwehrt ist, weil die Finanzierungsbedürfnisse des Staatshaushaltes kurzfristig gedeckt werden müssen.

(b) Das Schuldenmanagement hat keine Verantwortung für die Verwaltung der Gesamtschulden eines Landes. Stattdessen ist es nur dafür zuständig, das kurzfristig von der Regierung benötigte Kapital zu beschaffen.

(c) Der größte Teil der nicht-standardisierten und damit nicht-handelbaren Schuldenpapiere wurde aufgrund von spezifischen gesetzlichen Regelungen begeben (Rekapitalisierung der Zentralbank, Entschädigung für Enteignungen oder Bezahlung von Großprojekten). Dessen Restrukturierung bedarf einer politischen Willensbildung und nicht nur operativer Spielräume des Schuldenmanagements.

(d) Die laufenden Verluste aus der Geschäftstätigkeit der Zentralbank werden nicht standardisiert an den Staatshaushalt übertragen. Die Überführung in den Staatshaushalt ist nur mit massiven Eingriffen der Legislative möglich.

Mit Hilfe einer Koordinierungsstelle können die dargestellten grundsätzlichen Probleme angegangen werden. Eine Koordinierungsstelle zwischen dem Finanzministerium und dem Schuldenmanagement hat demnach folgende Aufgaben:

(a) die Emissionen der Staatsanleihen auf Quartals- und Jahresbasis verbindlich zu planen, um die Finanzierungsbedürfnisse der Fiskalpolitik zu decken;

(b) die Charakteristika von Anleihen mit den Präferenzen der Kapitalmärkte abzugleichen;

(c) Diskussionen über die Nutzung der Anleihen für geldpolitische Zwecke zu führen und

(d) Analysen über notwendige Änderungen auf dem Primärmarkt für Staatsanleihen, Platzierungsprozesse und Entwicklung neuer Schuldeninstrumente voranzutreiben (vgl. Raspuđic Golomejic 2007).

Sobald das Schuldenmanagement am Kapitalmarkt größere Kreditvolumina beschafft und die Fiskalpolitik diese für die Erstellung öffentlicher Güter verwendet, wird Inflationsdruck erzeugt, der zur Gefahr für die Preisniveaustabilität werden kann und damit die Geldpolitik zu restriktiven Maßnahmen veranlasst. Koordiniert sich das Schuldenmanagement mit der Geldpolitik, indem es ex ante der Zentralbank die Planungen der Emissionsvolumina offenlegt, kann die Geldpolitik dies entsprechend berücksichtigen und große Emissionen über Offenmarktgeschäfte neutralisieren oder ex ante über einen schleichenden Disinflationsprozess die mittelfristige Inflation glätten, wenn kurzfristig über Staatsausgaben Inflationsdruck erzeugt wird.

Die meisten beobachteten Länder haben Wohlverhaltensregeln, Regeln bei Interessenkonflikten und Wiederherstellungsprozesse beispielsweise für den Fall von Naturkatastrophen oder Regierungsstürzen. Brasilien hat darüber hinaus einen Ethikrat (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.32). Die Länder Irland, Neuseeland, Portugal, Schweden und Großbritannien haben Beiräte, die ihre Kenntnisse und Erfahrungen dem Schuldenmanagement bereitstellen. In Irland unterstützt und berät der Beirat die irische Schuldenagentur nach eigenem Ermessen. In Neuseeland beaufsichtigt der Beirat die Aktivitäten der Schuldenagentur, des Risikomanagement-Systems und den jährlichen Geschäftsplan der Schuldenagentur. Der Beirat berichtet direkt an das Schatzamt. In Portugal übernimmt der Beirat eine Beraterrolle bei allen strategischen Fragen. Schweden lässt den Beirat bei Entscheidungen zu den Geschäften der Schuldenagentur aktiv mitwirken. In Großbritannien berät der Beirat die obere Führungsebene des Schuldenbüros in strategischen und taktischen Fragen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.32).

Portugal ist ein gutes Beispiel dafür, wie das Schuldenmanagement organisatorisch aufzubauen ist, um damit operationelle Risiken zu minimieren: Die Analyse der operationellen Risiken hat dazu geführt, dass die organisatorische Struktur der Schulden-

agentur an die in der privaten Finanzwirtschaft vorherrschenden Struktur angepasst wurde. Demnach wurde die Schuldenagentur in ein Front-, Middle- und Back-Office mit klaren organisatorischen Abgrenzungen und Aufgaben unterteilt. Zur Unterstützung der Geschäftsabläufe wurde in die IT-Infrastruktur investiert, einschließlich des Erwerbes eines Management-Informationssystems. Arbeitsanweisungen für die internen Geschäftsprozesse wurden entwickelt und festgeschrieben. Hochqualifiziertes Personal konnte angeworben werden. Mit Hilfe einer internen Revision werden insbesondere operationelle Risiken kontinuierlich überwacht, Vorschläge zur Prozessoptimierung unterbreitet und Informationen für die externe Aufsicht aufbereitet (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.32).

6.3.4. *Risikomanagement*

In jedem Schuldenportfolio sind Risiken enthalten. Ein Risikomanagement soll deshalb in allen Schuldenmanagement-Strategien enthalten sein und die unten dargestellten Risiken berücksichtigen. Der IWF/Weltbank haben als Anforderung an ein Risikomanagement die folgenden Punkte formuliert:

- (a) Es soll ein System aufgebaut werden, mit dem es dem Schuldenmanagement möglich ist, die trade-offs zwischen erwarteten Kosten und Risiken im Schuldenportfolio zu erkennen.
- (b) Um Risiken abzuschätzen, soll das Schuldenportfolio regelmäßigen Stresstests unterzogen werden, die verschiedene ökonomische und finanzielle Schocks simulieren.
- (c) Wenn das Schuldenmanagement das Schuldenportfolio aktiv managen will, um von Zins- und Wechselkursenerwartungen zu profitieren, soll es sich der damit verbundenen Risiken bewusst sein.
- (d) Das Schuldenmanagement soll die Konsequenzen, die mit der Realisierung von Eventualverbindlichkeiten verbunden sind, beim Schuldenaufnahmeplan berücksichtigen.

Eine saubere organisatorische Struktur und klare Richtlinien sind zwei wichtige Bestandteile für das Risikomanagement. Klare Zuständigkeiten und Kompetenzen für das Personal sind dabei mit einem Monitoring, Reporting und Controlling zu verbinden, aus dem die Risiken und deren Bewertungen deutlich hervorgehen. Erfahrungen aus dem privaten Finanzsektor zeigen, wie wichtig die organisatorische Trennung der Abteilung, die die Markttransaktionen durchführt (Front-Office), von der Abteilung, die die Konten führt (Back-Office), ist. Dabei helfen Wohlverhaltensregeln, Regeln bei Interessenkonflikten, ein akkurates Management- und Informationssystem sowie Wiederherstellungsprozesse bei unerwarteten Ausfällen des Schuldenbüros/-agentur (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.28).

Eine wichtige Voraussetzung für ein effektives Risikomanagement ist eine solide Datenbasis, die verifizierbare und verlässliche Daten für die Risikosteuerung liefert. Dies ist nicht in allen Schwellen- und Entwicklungsländern gegeben. Als Ziel für ein Risikomanagement ist vorgegeben, das Risiko des Schuldenportfolios mit dem Risikoprofil der Regierung in Einklang zu bringen.

Folgende Risiken sind in jedem Schuldenportfolio enthalten und dementsprechend mit einem Risikomanagement-System zu erfassen und zu steuern:

Marktrisiken: Veränderungen von Marktpreisen für Rohstoffe, Zinsen und Wechselkurse wirken sich auf den Schuldendienst aus. Das Risiko der sich ändernden Rohstoffpreise betrifft direkt das Transferproblem in einer Volkswirtschaft: Sinkende Rohstoffpreise führen bei gegebenen Exportvolumina zu geringeren Deviseneinnahmen. Die Bedienung der Auslandsverschuldung in Fremdwährung gerät damit in Gefahr. Das Zinsrisiko wirkt sich auf mehrere Arten auf das Schuldenportfolio aus: (a) Sowohl bei festverzinslichen als auch variabel verzinslichen Anleihen wirkt es sich direkt bei deren Emission aus. Je nachdem, ob das Zinsniveau gerade hoch oder niedrig ist, wird auch der Zinsdienst für die Anleihen hoch oder niedrig ausfallen. Bis zur Fälligkeit der festverzinslichen Anleihe bzw. dem nächsten Zinsanpassungstermin bei variabel verzinsten Anleihen sind die Zinsdienste festgeschrieben. Das Risiko besteht darin, dass exogene Schocks das Zinsniveau unerwartet in die Höhe treiben und zu diesem Zeitpunkt neue

Anleihen begeben werden müssen. (b) Während der Laufzeit der Anleihen sind variabel verzinsten Anleihen dem Zinsrisiko stärker ausgesetzt als festverzinsliche Anleihen. Variabel verzinsten Anleihen passen an regelmäßigen Terminen, beispielsweise alle 3 oder 6 Monate ihre Verzinsung an die Marktverzinsung an. Während bei festverzinslichen Anleihen die Kurse nachgeben wenn das Zinsniveau steigt, dafür aber der Zinsdienst konstant bleibt, ist bei variabel verzinsten Anleihen auch der Zinsdienst variabel. Wechselt der Markt von einer Phase niedriger Zinsen in eine Marktphase höherer Zinsen, steigen bei variabel verzinsten Staatspapieren die Zinsdienste kontinuierlich an. Auch dies ist wieder als Chance zu sehen. Wenn in einer Hochzinsphase variabel verzinsten Staatstitel begeben werden, gehen die Zinsdienste bei sinkenden Marktzinsen sukzessive zurück. Da die Marktzinsen theoretisch über einen Konjunkturzyklus hinweg von einer Niedrigzinsphase zu einer Hochzinsphase und wieder zurück wechseln, kann sich das Schuldenmanagement entsprechend taktisch positionieren.

Generell sind exogene Schocks von den Schuldenmanagern auch als Chance wahrzunehmen. Wenn aufgrund eines exogenen Schocks die Kurse von Staatsanleihen auf fundamental nicht gerechtfertigte Niveaus sinken, kann ein Schuldenmanagement zu einem niedrigen Preis die Anleihen vom Sekundärmarkt zurückkaufen – entsprechende Liquidität vorausgesetzt. Zu einem späteren Zeitpunkt, beispielsweise wenn der exogene Schock verarbeitet ist und sich die Anleihekurse wieder auf einem fundamental gerechtfertigten Niveau befinden, können am Primärmarkt neue Staatstitel platziert und so die Liquidität wieder erhöht werden.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass je kürzer die durchschnittliche Laufzeit der Schuldenpapiere im Schuldenportfolio ist, desto stärker wirkt sich eine Zinsänderung auf den Zinsdienst aus.

Staatspapiere in heimischer Währung sind nicht von Wechselkursänderungen betroffen. Schuldtitel in Fremdwährung reagieren dagegen direkt darauf. Wenn die heimische Währung abwertet, wird damit direkt der Schuldendienst in den entsprechenden Fremdwährungen teurer. Um den zwar nominal fixierten Betrag in Fremdwährung aufzubringen ist mehr Kapital in heimischer Währung notwendig. Es findet damit ein Ver-

mögenstransfer hin zu den ausländischen Haltern der Fremdwährungsanleihen statt. Bei einer Aufwertung der heimischen Währung wird das Vermögen wieder zurück transferiert. Zugleich reduziert eine Aufwertung der Lokalwährung die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Wirtschaft und die Exporte gehen zurück. Regierungen haben deshalb grundsätzlich die Neigung, die heimische Währung nicht aufwerten zu lassen.

Prolongationsrisiko: Wenn ein Staatstitel am Fälligkeitstag prolongiert wird, bedeutet dies, dass die fälligen Staatspapiere vom Schuldenmanagement gegen Barmittel zurückgenommen werden. Relativ zeitgleich werden im entsprechenden Volumen neue Staatspapiere am Markt emittiert, um wieder Barmittel einzusammeln. Es findet ein Tausch der alten Staatstitel gegen neue statt, die zu den dann herrschenden Marktkonditionen emittiert werden. Dies ist stets mit Transaktionskosten verbunden. Es besteht somit das Risiko, dass die Transaktionskosten unerwartet hoch sind – im Extremfall kommt die Prolongation nicht zustande. Das Prolongationsrisiko wächst, je schwerer die neue Emission platziert werden kann. Da ein steigendes Prolongationsrisiko zu höheren Spreads an den Märkten führt, kann es auch zu den Marktrisiken gezählt werden. Es wird jedoch in der Literatur als eigenständiges Risiko angesehen, weil eine schwere oder nicht gelungene Platzierung zu einer Schuldenkrise und damit zu negativen realwirtschaftlichen Folgen führen kann. Dies ist ein anderer Effekt als der reine Finanzierungseffekt aus dem Marktrisiko.

Liquiditätsrisiko: Wenn die Zahl der Käufer stark und unerwartet gesunken ist oder der Markt nicht tief genug und damit nur eingeschränkt liquide ist, kann es vorkommen, dass ein Gläubiger seine Anleihe nicht oder nur mit großen Abschlägen verkaufen kann. Um dieses Risiko zu reduzieren hat die Regierung über ein Liquiditätsmanagement für eine notwendige Markttiefe zu sorgen oder als Käufer aufzutreten und damit eine Marktpflege für die Staatstitel zu betreiben. Dabei fallen Kosten für die Liquiditätsbeschaffung seitens der Regierung an.

Zahlungsrisiko: Dies ist das Risiko des Verlustes einer nicht stattfindenden Zahlung einer dritten Partei. Wenn eingehende Zahlungen zugunsten der Regierung unerwartet ausbleiben, kann sie ihren Schuldendienst eventuell nicht voll leisten. Das Schulden-

management hat damit unerwartete Kosten der Liquiditätsbeschaffung zu tragen. Es sind Maßnahmen zu ergreifen, die die Rückzahlung von Krediten seitens der Schuldner gegenüber der Regierung sicherstellen können. In diesem Bereich sind klare Zahlungsprozesse und Zuständigkeiten festzulegen sowie Kontingente zu setzen, welche Zahlungen über welche Banken und Clearingstellen abzuwickeln sind. Die Risiken liegen demnach darin, fällige Forderungen nicht eintreiben zu können und damit selbst in Zahlungsverzug zu geraten.

Reputationsrisiko: Das Ansehen und das Vertrauen in die Urteilskraft einer Regierung sinken, wenn ein Schuldenumtauschprogramm auf mangelndes Interesse bei den Gläubigern stößt. So kann es vorkommen, dass die umzutauschenden Anleihen nicht von den Altgläubigern verkauft und damit illiquide werden und die neue Anleihe keine Käufer findet, sodass die Tranche damit ebenfalls von Beginn an illiquide ist. Dieser Fall tritt üblicherweise dann ein, wenn die Interessen der institutionellen Gläubiger nicht mit angemessener Sorgfalt berücksichtigt werden.

Die verschiedenen Risiken im Schuldenportfolio sind auf vielfältige Art zu steuern. Nachfolgend soll auf die gerade genannten Risiken eingegangen werden.

Fälligkeitsstruktur: Um das Zinsrisiko zu steuern, sollte das Schuldenmanagement die Fälligkeitsstruktur der Staatspapiere im staatlichen Schuldenportfolio hin zu durchschnittlich längeren Laufzeiten der Staatstitel ändern. Damit wird der Schuldendienst geglättet und Kongruenz zu den langfristigen Staatseinnahmen hergestellt. Das Liquiditäts- und Prolongationsrisiko wird damit ebenfalls sinken, denn längere Laufzeiten nehmen den Druck vom Staatshaushalt. Der gesamte Schuldendienst wird in diesem Fall auf einen längeren Zeitraum verteilt. Zudem sind lange Laufzeiten nicht so anfällig gegen steigende Zinsen und Wechselkursänderungen wie Kurzläufer. Unter der Annahme einer normal steigenden Zinsstrukturkurve steigt jedoch der Zinsdienst mit längeren Laufzeiten, weil am hinteren Ende der Zinsstrukturkurve der Nominalzins höher ist als am vorderen Ende. Das Risikomanagement hat also kontinuierlich zu analysieren, inwieweit die entlastenden Effekte einer Verlängerung der Laufzeit der Schuldenpapiere von einem steigenden Zinsdienst aus der Zinsstrukturkurve wieder

kompensiert werden. Unter dem Aspekt der Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte sollte ein Schuldenmanagement anstreben, auch längere Laufzeiten mit entsprechend liquiden Schuldenpapieren zu besetzen.

Zinsstruktur: Steigende Zinsen führen über steigenden Schuldendienst zu Haushaltsbelastungen und es entsteht finanzieller Druck auf den Staatshaushalt. Staatseinnahmen in den Schwellenländern sind dagegen relativ zinsunelastisch. Ein Schuldenmanagement hat demnach zur Aufgabe, das Zinsrisiko niedrig zu halten. Zinsbindungsfristen sind zu verlängern, um damit den Schuldendienst unanfälliger gegen Zinsschocks zu machen. Mit verlängerten Zinsbindungsfristen sind Laufzeitverlängerungen verbunden und damit wiederum steigende Zinsdienste. Eine geplante Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der Schuldenpapiere ist jedoch einfacher im Schuldenmanagement und im Risikomanagement zu steuern als unerwartete exogene Schocks, die die Zinsen unplanmäßig erhöhen.

Eine Besonderheit bilden variabel verzinsten Anleihen, denn von Zinsschocks sind sie direkt betroffen. Laufzeit- und Zinsbindungsverlängerungen der Schuldtitel sind demnach hierfür keine Lösung. Variabel verzinsten Anleihen können vom Schuldenmanagement über Zinsswaps abgesichert werden, indem die variablen Zinsen gegen feste Zinsen getauscht werden. Dies wird jedoch aufgrund der schlecht entwickelten heimischen Kapitalmärkte in den Schwellenländern nur begrenzt möglich sein. Als Alternative steht der internationale Kapitalmarkt bereit. Dort kann ein Zinssicherungsgeschäft getätigt werden, aber die Kosten für den Zinsswap sind von der Bonität und den Inflationserwartungen des Landes abhängig sowie in Fremdwährung zu bezahlen. Es ist also nicht sichergestellt, dass ein Zinssicherungsgeschäft an einem der internationalen Finanzplätze abgeschlossen werden kann. Es wird für das Schuldenmanagement daher zu einer Überlegung, ob das Zinsschockrisiko und die damit verbundenen Kosten größer oder gleich dem Preis für den Zinsswap sind. Da die Risikomanagement-Systeme in vielen Schwellenländern noch unterentwickelt sind und eine valide Datenbasis keinesfalls sichergestellt ist, kann davon ausgegangen werden, dass eine Kosten-Nutzen-Analyse nicht durchgeführt wird. Dies könnte zur Folge haben, dass ein Zinsswap nicht erworben werden kann oder zu einem zu hohen Preis gekauft

werden muss. Die relative Unverlässlichkeit der Datenbasis dürfte auch beim Verkäufer des Zinsswaps zu einem Zuschlag zur Risikoprämie führen.

Währungsstruktur: Eine Verschuldung in Fremdwährung erhöht für das Schuldenportfolio die Anfälligkeit gegenüber Währungsschocks. Aufwertungen der eigenen Währung führen zu rückläufigen Staatseinnahmen und finanziellem Druck auf der Ausgabenseite. Da dies die Bonität des Landes negativ beeinflusst, steigen das Liquiditäts- und Prolongationsrisiko. Diesem Problem kann das Schuldenmanagement jedoch begegnen: (a) Fremdwährungsanleihen werden verstärkt gegen Anleihen in heimischer Währung getauscht. In Schwellenländern ist dies jedoch mit Schwierigkeiten verbunden, weil die heimischen Kapitalmärkte nicht weit genug entwickelt und deshalb nicht liquide genug sind, um größere Tranchen aufzunehmen. Da auf dem heimischen Kapitalmarkt aufgrund des eingepreisten Inflationsrisikos und geringer Glaubwürdigkeit in die heimische Währung höhere Risikoprämien gefordert werden, sind der Nominalzins und der Zinsdienst höher. Dazu kommt, dass womöglich nur kurze Laufzeiten am heimischen Kapitalmarkt platziert werden können, was das Prolongationsrisiko wieder ansteigen lässt. (b) Lokalwährungsanleihen können am internationalen Kapitalmarkt emittiert werden, was Kolumbien 2004 und Brasilien 2005 gelungen ist. Diese Strategie könnten weitere Schwellenländer nutzen. Sie ist umso Erfolg versprechender, je weiter sich die makroökonomische Rahmenbedingungen und die Verschuldungspolitik des emittierenden Landes verbessern und damit zu höheren Länderbonitäten führen.

Operationelle Risiken. Kaum in der Literatur behandelt werden die operationellen Risiken für die Schuldenbüros/-agenturen in den Schwellenländern. Die Qualifikation des Personals bildet eine kritische Größe. Die IT-Infrastruktur kann mit entsprechenden Investitionen zwar auf hohem Niveau gehalten werden, jedoch bedarf es Personal mit den entsprechenden Qualifikationen und Erfahrungen, um die IT zu bedienen. In vielen Entwicklungs- und Schwellenländern wurde beobachtet, dass sobald Schuldenmanager, die ein hohes Qualifikationsniveau erreicht haben und ein entsprechendes Gehalt erwarten, in den Privatsektor abgeworben werden (vgl. Currie/Dethier/Togo 2003, S. 44). Damit findet ein Wissenstransfer aus dem Staatssektor in den Privatsektor statt. Es ist deshalb kaum zu erwarten, dass auf diesem Weg Erfahrungen im Umgang mit Krisen

in den Schuldenbüros/-agenturen in den Schwellenländern aufgebaut oder langfristige Projekte erfolgreich zu Ende gebracht werden können. Darüber hinaus sind im Vergleich zu entwickelten Kapitalmärkten die Eigentumsrechte in Schwellenländern noch schwach ausgeprägt, sodass Rechtsunsicherheiten weiterhin bestehen. Eventualverbindlichkeiten sind bisher kaum erfasst und Korruption ist eine maßgebliche Größe.

Die Gehälter von Staatsbediensteten liegen in den Schwellenländern deutlich unter denen der Zentralbank und denen im privaten Sektor. Ein Schuldenmanagement ist also damit konfrontiert, einerseits Personal zu finden, das das Potenzial hat, als Schuldenmanager zu arbeiten und andererseits dieses Personal dort zu halten. Einem Schuldenmanagement wird es aufgrund der Abwanderungstendenz hochqualifizierter Fachkräfte nur schwer gelingen, den Qualifikationsstand des gesamten Personals dauerhaft auf ein hohes Niveau anzuheben. Die mit dem Personal verbundenen operationellen Risiken bleiben damit signifikant, weil sie nicht unter dieses „Abwanderungsniveau“ absinken können. Als einfache Lösung lässt sich formulieren, das Lohnniveau der Mitarbeiter eines Schuldenbüros soweit zu erhöhen, dass der Anreiz zur Abwanderung sinkt. Da jedoch damit gleichzeitig der Druck auf andere Organisationseinheiten der Fiskalpolitik wächst, das dortige Entlohnungsniveau vergleichbar anzuheben, bedarf es einer genauen Analyse der Kosten und Nutzen dieser Lohnanpassungen. Da der Nutzen aus der Senkung operationeller Risiken schwer quantifizierbar ist, die Kosten hingegen sofort und dauerhaft anfallen, dürfte eine Kosten-Nutzen-Analyse in einem Schwellenland entweder gar nicht durchgeführt werden oder negativ ausfallen. Hinzu kommt der Anreiz für Politiker, Kosten in ihrer Legislaturperiode zu vermeiden, die erst einen Nutzen zu einem späteren Zeitpunkt erbringen, an dem sie womöglich politisch nicht mehr davon profitieren. In einigen Ländern werden Alternativen zur Lohnanpassung praktiziert. (a) Brasilien und Kolumbien haben ein umfangreiches Angebot an Trainingsmaßnahmen implementiert. (b) Indonesien setzt attraktive Anreize wie schnelle Beförderungen, Tarifgehälter plus Bonuszahlungen und die Aussetzung von Job-Rotation. Unter Job-Rotation wird der turnusgemäße Wechsel von einem Ministerium in ein anderes verstanden. (c) Uruguay stellt Personal mit befristeten Arbeitsverträgen ein, deren Arbeitsverträge nur bei entsprechender Zielerreichung verlängert werden (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 16). Ob dies hingegen den monetären Aspekt des Privatsektors kompensieren kann,

bleibt fraglich. Aufgrund dieser Überlegungen haben sich einige Länder dazu entschieden, eine Schuldenagentur zu gründen. Da sie organisatorisch außerhalb des Finanzministeriums angesiedelt ist, kann sie annähernd marktübliche Lohnstrukturen bieten, was die Abwanderung in den Privatsektor reduziert.

Eventualverbindlichkeiten. Nur wenige Länder berücksichtigen Eventualverbindlichkeiten in ihrer Schuldenmanagement-Strategie. Die förmlich ausgesprochenen, also expliziten Eventualverbindlichkeiten wie Staatsgarantien und -bürgschaften bergen hohe fiskalische Risiken in sich und sind in den Ländern mit niedrigem Einkommen oft genutzte Instrumente bei der Finanzierung von öffentlichen Großprojekten mit privatwirtschaftlicher Beteiligung. In einem Risikomanagement-System sind diese Risiken zu erfassen und zu bewerten. Sobald die Fiskalpolitik informell und damit implizit Eventualverbindlichkeiten eingeht, baut sie sich damit ein fiskalisches Defizit auf. Dies verschlechtert die Bonität des Landes und ändert die makroökonomischen Rahmenbedingungen. Diese wiederum sind eine Determinante der Bonität. Die Volkswirtschaft wird anfälliger gegenüber exogenen Schocks, denn in Krisen werden nicht nur Teile der expliziten, sondern auch der impliziten Eventualverbindlichkeiten zu einer expliziten Verschuldung (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 12). Die meisten Länderstudien zeigen, dass weder die expliziten noch die impliziten Eventualverbindlichkeiten vom Schuldenmanagement verwaltet werden. Kolumbien, Marokko, Neuseeland und Schweden sind einige der wenigen Länder, die zumindest die expliziten Eventualverbindlichkeiten berücksichtigen und dafür eine organisatorische Struktur aufgebaut haben. Dabei koordinieren sie die Verwaltung der explizit von der Regierung ausgesprochenen Garantien mit dem Schuldenmanagement. Die Berücksichtigung von Eventualverbindlichkeiten im Schuldenmanagement ist wichtig, denn frühere Finanzkrisen zeigten, dass in den Schwellenländern signifikante Einflüsse von Regierungsgarantien auf die Schuldenlast ausgehen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.40).

Die Nicht-Berücksichtigung impliziter Eventualverbindlichkeiten im Schuldenmanagement wird oft damit begründet, dass diese Verbindlichkeiten aus einer schwachen Aufsicht gegenüber der Regierung herrühren. Die Verwaltung der impliziten Eventualverbindlichkeiten ist deshalb im Aufsichtswesen anzusiedeln. Dort sind Maßnahmen zu

ergreifen, die der Regierung transparent machen, wie hoch die impliziten Eventualverbindlichkeiten sind. In das Schuldenmanagement werden die impliziten Eventualverbindlichkeiten erst überführt, wenn sie zu einer expliziten Verschuldung geworden sind. Jedoch erwachsen aus den impliziten Eventualverbindlichkeiten Risiken für den Staatshaushalt, die durchaus bereits bei der Zusage der Garantie oder Bürgschaft durch die Regierung im Schuldenmanagement Berücksichtigung finden sollten.

In der Südostasienskrise zeigte sich dies nicht nur für die Länder der Region, sondern auch für die lateinamerikanischen Länder. Die fiskalischen Kosten für die Rekapitalisierung der Bankensysteme waren unerwartet hoch. Wenn implizite Eventualverbindlichkeiten nicht im Schuldenmanagement verwaltet werden, so sind sie zumindest als andere makroökonomische Risiken einzustufen und in der Fiskalpolitik zu berücksichtigen. Die Zentralregierung in Brasilien sah sich in den Jahren 1998 bis 2001 unerwarteten Verpflichtungen gegenüber, als sie die Verbindlichkeiten der ihr nachgeordneten Regierungsstellen übernehmen musste. Seitdem hat Brasilien Verschuldungsgrenzen für seine nachgeordneten Regierungsstellen implementiert und die von der Zentralregierung übernommenen Schulden sind von den nachgeordneten Regierungsstellen an die Zentralregierung zurückzahlen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.40).

Risikobewusstsein. Das Risikobewusstsein der Schuldenbüros/-agenturen der meisten Länder ist ausgeprägt. Die Länder haben ihren Schuldenbüros/-agenturen Richtlinien gegeben wie mit Markt- und Kreditrisiken umzugehen ist. Der Umgang mit den Risiken ist jedoch länderspezifisch. Kolumbien beispielsweise konzentriert sich darauf, nur den Teil des Schuldenportfolios gegen Marktschocks und internationale Finanzkrisen abzusichern, der auf Fremdwährung lautet. Italien leitete Maßnahmen ein, das Zins- und Prolongationsrisiko zu reduzieren, nachdem die Staatsverschuldung 1994 rund 124 Prozent des BIPs betrug (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.34). Die meisten Länder analysieren ihre Risiken mit einem Asset-Liability-Management-System (ALM-System). In einem ALM-System werden die aktuellen und zukünftigen Zahlungsströme der Regierung analysiert, um daraus Risiken abzuleiten. Im Staatshaushalt sind die aktuellen und im laufenden Fiskaljahr vorgesehenen Einnahmen (Assets) bekannt. Gleichzeitig sind auch die anfallenden Ausgaben in diesem Zeitraum einschließlich Tilgungen für die Staats-

schuld bekannt (Liabilities). Aus beiden Zahlungsströmen wird ein Saldo ermittelt. Werden die Zahlungsströme für zukünftige Jahre mitberücksichtigt, ergeben sich daraus auch für die kommenden Jahre saldierte Zahlungsströme. Da zukünftige Zahlungsströme mit Unsicherheit behaftet sind, ergeben sich hieraus Risiken für den Staatshaushalt, die direkt auf die Kapitalbeschaffung wirken. Für ein Schuldenbüro/-agentur ergeben sich daraus die Risiken der Kapitalbeschaffung und dem Schuldendienst. In Verbindung mit den Markt-, Währungs-, Liquiditäts- und Prolongationsrisiken ergibt sich ein vollständiges System an Assets und Liabilities. Kritisch an jedem ALM-System sind die Definitionen und Indikatoren, mit denen die Kosten der Kapitalbeschaffung und die damit verbundenen Risiken gemessen werden. In Portugal wird angestrebt, eine gleichmäßige Verteilung der Kosten der Schulden über mehrere Jahre zu erreichen. Mit dem Fokus auf Schwankungen im Staatshaushalt misst die portugiesische Schuldenagentur das Marktrisiko auf einer Cashflow-Basis. Schweden benutzt zur Risikomessung das Verhältnis von Kosten zu BIP und analysiert diese für unterschiedlich zusammengestellte Schuldenportfolios beispielsweise auf Basis der empirisch ermittelten Korrelation des Zinsdienstes zu den Staatseinnahmen und Staatsausgaben (ohne Zinsen). Ein Schuldenportfolio mit einem relativ stabilen Verhältnis von Kosten zu BIP führt auch zu einer Glättung des Haushaltsdefizits und ist damit anzustreben (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.34).

Die Länder Brasilien, Dänemark, Neuseeland und Großbritannien berücksichtigen in ihrem Risikomanagement-System explizit spezifische Vermögenspositionen und Zahlungsverpflichtungen der Regierung, also beispielsweise die Währungsreserven und Eventualverbindlichkeiten. Aus den Erfahrungen dieser Länder lässt sich schlussfolgern, dass es Erträge aus der Allokation von Laufzeit und Währung der Fremdwährungsschulden mit den Währungsreserven gibt. Kolumbien als ein rohstoffreiches Land, das 2002 rund 24,5 Prozent seiner nominalen Schulden preisindexiert hatte, nutzt ein Modell zur Risikomessung, das es ermöglicht, die maximalen Zinsdienste für den Staatshaushalt zu quantifizieren. Dabei wird der Frage nachgegangen, wie hoch der Zinsdienst unter verschiedenen makroökonomischen Annahmen wird. Dazu werden verschiedene Marktvariablen in das Modell integriert: Zinsen, Wechselkurse und Rohstoffpreise haben signifikanten Einfluss auf die verschiedenen Szenarien. Zur Unter-

stützung erstellt das Schuldenbüro regelmäßig Berichte, in denen alternative Finanzierungsvorschläge auf Basis des Modells vorgestellt werden. In Dänemark verwaltet das Schuldenbüro, das in der dänischen Zentralbank angesiedelt ist, auch die Vermögenswerte des dänischen Pensionsfonds. Bei der Verwaltung der Zinsrisiken integriert es die Vermögenswerte und Verpflichtungen und beobachtet die durchschnittlichen Laufzeiten der Schuldenpapiere im Portfolio (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.35). Dabei werden verschiedene Zinsszenarien simuliert und mit der Emissionsstrategie und der Höhe der geplanten Schuldenrückkäufe in Verbindung gebracht. Als Ergebnis werden dem Finanzministerium kontinuierlich Finanzierungsvorschläge mit den geringsten Zinsrisiken unterbreitet (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 35-38).

Irland, Neuseeland, Portugal und Schweden verwalten ihr Schuldenportfolio aktiv. Sie nehmen Marktpositionen ein und streben an, von Zins- und Wechselkursänderungen zu profitieren. Dabei limitieren Neuseeland und Schweden die Positionen, die für den Fremdwährungsanteil im Schuldenportfolio eingegangen werden dürfen. Eine aktive Marktposition einzugehen bietet sich nur für Schuldenagenturen oder Schuldenbüros an, die eigenständig und unabhängig von der Zentralbank agieren können. Ein Schuldenbüro innerhalb der Zentralbank wäre stets der Gefahr ausgesetzt, dass es mit seiner aktiven Marktposition Signale an die Kapitalmärkte sendet. Finanzmarktteilnehmer würden die Aktionen des Schuldenbüros verfolgen, weil sie glauben, dass die Schuldenmanager über Insider-Informationen verfügen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.39). Die Schuldenmanager Neuseelands stehen auf dem Standpunkt, dass es gelegentlich und vorübergehend zu Fehlern bei der Preisfindung an den Kapitalmärkten kommt und deshalb Erträge daraus generiert werden können. Gleichzeitig würde die Ausnutzung dieser Ineffizienzen an den Kapitalmärkten den gewünschten Nebeneffekt haben, das Verständnis der Schuldenmanager für das Funktionieren der Kapitalmärkte zu erhöhen. Daraus würde insgesamt ein Nutzen für das Schuldenmanagement erwachsen, indem die Schuldenmanager darin geschult werden, die Kapitalmärkte zu analysieren, Entscheidungen unter Unsicherheit zu treffen, Verträge auszuhandeln, die Fehleranfälligkeit der Transakteure zu reduzieren und ein professionelles Bild von der Schuldenagentur an den Kapitalmärkten zu erzeugen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.39). Auch wenn nur einige wenige Länder eine aktive Handelsposition am Markt einnehmen, versuchen

jedoch die meisten Länder, aus den Preisanomalien an den Kapitalmärkten einen Nutzen für das Schuldenportfolio zu ziehen. Dies erreichen sie, indem sie illiquide Anleihen zurückkaufen und gleichzeitig liquide Benchmark-Anleihen emittieren. Auch über den Swap-Markt kann eine Marktposition eingenommen werden. Das Schuldenmanagement kann kurzlaufende Anleihen in fremder Währung an jenem Markt platzieren, der ein günstiges Zinsumfeld aufweist. Mittels eines Swaps wird die Fremdwährung in die gewünschte Währung getauscht. Im Vergleich zu einer Emission in der gewünschten Währung und dem dortigen Zinsumfeld sind die Zinskosten niedriger und das Schuldenportfolio weist die gewünschte Währungsallokation auf. Damit wird das Währungsrisiko reduziert. Im Idealfall emittiert das Schuldenmanagement auf jenem Markt mit dem günstigsten Zinsumfeld und tauscht die Fremdwährung in heimische Währung. Damit wären die Zinskosten minimal und das Währungsrisiko eliminiert. Im Gegenzug fallen jedoch Kosten für den Währungsswap an. Im Fall einer Währungskrise wäre die Volkswirtschaft für die Laufzeit des Swaps nicht mit den negativen Effekten aus der Währungsabwertung auf den Schuldendienst konfrontiert und hätte Zeit gewonnen, die Krise zu verarbeiten. Gleichwohl ist zu erwarten, dass der Kontrahent des Swaps zur Eingrenzung dieses Risikos das Swapgeschäft nur mit kurzen Laufzeiten abschließen wird (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.39).

6.3.5. *Entwicklung eines Marktes für Staatsanleihen*

Anleihe- und Aktienmärkte bilden die Hauptkomponenten von Kapitalmärkten. Ergänzt werden sie durch Derivatemärkte, auf denen Zins- und Währungsswaps, Optionen und Futures gehandelt werden. Um an den Entwicklungsstand der Kapitalmärkte in Industrieländern heranzureichen, ist für Entwicklungs- und Schwellenländer ein geeigneter Weg zu finden, den heimischen Kapitalmarkt schnell zu entwickeln. An dieser Stelle soll lediglich die Entwicklung eines Anleihenmarktes für öffentliche Schuldenpapiere thematisiert werden.

Der IWF/Weltbank haben zur Entwicklung eines heimischen Anleihemarktes folgende Vorschläge unterbreitet:

(a) Um die Kosten und Risiken in mittlerer und langer Frist zu minimieren, hat das Schuldenmanagement sicherzustellen, dass seine Strategie und seine laufenden Operationen konsistent mit der Entwicklung eines effizienten Marktes für Staatsanleihen sind.

(b) Die Regierung soll sich um eine breit diversifizierte Investorenbasis sowie die Gleichstellung aller Investoren bemühen.

(c) Die Aktivitäten des Schuldenmanagements am Primärmarkt sollen transparent und vorhersehbar sein. Emissionen sollen mit marktbasierenden Instrumenten durchgeführt werden.

(d) Regierung und Zentralbank sollen die Entwicklung eines Sekundärmarktes fördern, der effektiv unter verschiedenen Marktbedingungen funktioniert. Das dafür notwendige Zahlungsverkehrssystem soll transparent und sicher sein.

Entscheidend bei der Entwicklung der heimischen Kreditmärkte (Primär- und Sekundärmärkte) sind nicht nur die Instrumente und Schritte, die unternommen werden können, sondern auch deren zeitlicher und logischer Ablauf. Hier ist jedoch auf die länderspezifischen Rahmenbedingungen abzustellen. Ein erster Schritt sind die Herstellung verlässlicher makroökonomischer Rahmenbedingungen und ein fiskalpolitischer Kurs, der dazu führt, dass Investoren willig sind, Staatspapiere zu halten ohne die Unsicherheit, dass die Erträge daraus aufgrund von Inflation erodieren oder aus mangelnder Schuldentragfähigkeit erlassen werden müssen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.46). Der demokratische Prozess in vielen Schwellenländern ist langsam und solange entsprechende Gesetze nicht verabschiedet sind, kann sich der Kapitalmarkt nicht entwickeln. Wichtige Teilbereiche sollten in den Schwellenländern bzw. den Entwicklungsländern an der Grenze zum Schwellenland schnell verabschiedet werden: Erlaubnis zur Rücknahme von Anleihen vom Markt; Emission von asset-backed-securities (ABS) und Öffnung der Märkte für weitere Investorenschichten. Ebenfalls sollte eine Institution implementiert werden, die den Handel mit Anleihen überwacht und als zentrale Depotstelle für Staatspapiere fungieren kann. Die institutionellen Investoren wie Pensions- und Publikumsfonds sowie Versicherungen und Großbanken sind kaum

überwacht oder der gesetzliche Ordnungsrahmen für sie ist lückenhaft. Es gibt einige lateinamerikanische Länder, in denen private Publikumsfonds verboten sind. Staatlichen Pensionsfonds ist es in manchen Ländern nicht erlaubt, in Staatstitel zu investieren, während es wiederum in anderen Ländern den öffentlichen Pensionsfonds vorgeschrieben ist, einen bestimmten Anteil am Portfolio in Staatspapieren zu halten. In den Ländern, in denen Publikumsfonds nicht erlaubt sind, bieten Banken und Broker unregulierte Fonds an. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass es keine tägliche Preisfestsetzung gibt, sie für längere Zeit illiquide sind und die Anteilsscheinrücknahme deshalb befristet aussetzen können. Ein verlässlicher Ordnungsrahmen für Publikumsfonds verbreitert jedoch deren Investorenbasis und hilft mittel- bis langfristig dabei, die Kapitalmärkte zu entwickeln und einen stärkeren Zugriff auf die Ersparnisse der heimischen Bevölkerung zu bekommen. (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.26). Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko und die Türkei haben die Liquidität im Sekundärmarkt erhöht und damit die Zins-Volatilitäten gesenkt. Erreicht haben sie dies, indem sie Benchmark-Anleihen emittiert haben oder die Transparenz und Vorhersehbarkeit von Transaktionen des Schuldenbüros/-agentur erhöhten. Dazu zählen die Veröffentlichung eines Emissionskalenders auf Jahres- oder Monatsbasis, die Implementierung eines Prime-Dealer-Systems und die Stärkung des allgemeinen Rechtsrahmens einschließlich spezifischer Regulierungsvorschriften (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 9).

In vielen Schwellenländern hält der Finanzsektor, insbesondere die Banken, den größten Anteil staatlicher Schuldenpapiere. In diesen Ländern gibt es zu Staatspapieren kaum alternative Anlagemöglichkeiten mit einem ähnlichen Chancen-/Risikoprofil. Solange die Kapitalmärkte nicht weit genug entwickelt sind, sind Banken mit der Schwierigkeit konfrontiert, dass sie die von ihnen gehaltenen Staatspapiere nur mit hohen Transaktionskosten oder gar nicht zu dem von ihnen gewünschten Zeitpunkt liquidieren können. Dies wiederum verringert die Qualität der Staatspapiere und transferiert Risiko in den Bankensektor. Es verschlechtern sich die Vermögenspositionen der Banken und damit die Finanzmarktstabilität. Auch wird die Finanzmarktstabilität geschwächt, wenn es zu Preisverzerrungen auf den Primär- und Sekundärmärkten kommt. Preisverzerrungen sind insbesondere darauf zurückzuführen, dass die entsprechenden Märkte nicht

gut funktionieren oder das institutionelle Aufsichtswesen nur unzureichend entwickelt ist (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 19).

Die Geldpolitik benötigt nahezu risikolose Wertpapiere, um damit ihre geldpolitischen Transaktionen durchführen zu können. Auf einem nur unzureichend weit entwickelten Markt für Staatspapiere sind andere öffentliche Emittenten unterrepräsentiert oder eventuell gar nicht notiert. Dies mindert die Zentralbankautonomie, weil sie darauf angewiesen ist, dass kontinuierlich Staatspapiere unterschiedlicher Laufzeiten emittiert werden. Die inhaltliche und instrumentelle Abtrennung des Schuldenmanagements von der Geldpolitik wird damit ebenfalls erschwert, weil sich beide Institutionen auf dieselben Instrumente verlassen und beide am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve operieren (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 23). Mit einem funktionierenden Sekundärmarkt können jedoch Offenmarktgeschäfte der Zentralbank in größerem Umfang und nach Vorbild der entwickelten Länder genutzt werden. Auch kleinere Geschäftsbanken sind dann in der Lage, Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt zu kaufen und mit ihnen an den Offenmarktgeschäften der Zentralbank teilzunehmen. Der Nutzen für die Geldpolitik liegt darin, dass sie den Geldschöpfungsprozess genauer kontrollieren kann, während sie gleichzeitig wertvollere Sicherheiten erhält. Sukzessive kann sich die Geldpolitik damit aus dem Primärmarkt zurückziehen, während das Schuldenmanagement die Schuldeninstrumente über die gesamte Bandbreite der Zinsstrukturkurve ausdehnt. Mittelfristig übernimmt das Schuldenmanagement den Primärmarkt komplett und weitere Koordinierungsbemühungen zwischen der Zentralbank und dem Schuldenmanagement können entfallen. Damit wird nicht nur der Buy-and-Hold-Ansatz der institutionellen Anleger bekämpft, sondern auch die Nachfrage nach Großemissionen erhöht: Auf dem Primärmarkt kaufen wenige große institutionelle Anleger die Emission auf und verkaufen sie auf dem Sekundärmarkt an kleine Anleger weiter. Dies senkt nicht nur die Transaktionskosten, sondern erhöht auch die Kapitalallokation und verteilt die Risiken effizienter als zuvor.

An den Sekundärmärkten der Schwellenländer bilden die Staatspapiere den größten Anteil. Der Markt für Unternehmensanleihen ist dagegen generell noch unterentwickelter als der Markt für Staatspapiere. Den größten Anteil innerhalb der Staatstitel

bilden kurzlaufende Anleihen, die auf heimische Währung denominieren. In Lateinamerika findet der Handel auf dem Sekundärmarkt vornehmlich über nur wenige Tage dauernde Repo-Geschäfte statt. In einem Sale and Repurchase Agreement (Repo-Geschäft) vereinbart der Verkäufer eines Wertpapiers mit dem Käufer des Wertpapiers, dass er (der Verkäufer) die Wertpapiere nach der vereinbarten Zeit vom Käufer der Wertpapiere wieder zurückkauft. Obwohl der Handel mit Staatstiteln rund 90 Prozent des lokalen Wertpapierhandels ausmacht, bildet sich keine aussagekräftige Zinsstrukturkurve heraus, die als Benchmark für die Preisfindung der anderen Wertpapiere dienen kann (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 23). Dies liegt daran, dass mittlere und lange Laufzeiten nicht mit liquiden Staatspapieren besetzt sind. Die Transaktionskosten, also Gebühren und Maklercourtage, die mit den Repo-Geschäften von Staatspapieren verbunden sind, sind in den lateinamerikanischen Ländern sehr hoch. Sie sind dem relativ geringen Handelsvolumen in Summe und den relativ kleinen Handelsvolumina in Einzeltiteln geschuldet und machen durchaus zwischen 1 und 3 Prozentpunkten der gekauften Volumina aus. Da beim Verkauf die gleichen Gebühren anfallen, wird die Rendite für einen kurzfristig orientierten Investor deutlich geschmälert. Aber auch für einen langfristig orientierten Anleger kann sich aufgrund der hohen Transaktionskosten eine Investition in Staatspapiere nicht lohnen, wenn er die Papiere über den Sekundärmarkt erwerben muss (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.23). Der Handel mit Staatspapieren spielt jedoch eine entscheidende Rolle bei der Steigerung der Transparenz auf den Kapitalmärkten. Solange das Segment der Unternehmensanleihen kaum an der Börse präsent ist, können die Märkte nur entwickelt werden, wenn Emittenten aus dem Staatssektor für einen kontinuierlichen Zufluss von Anlagepapieren sorgen (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 24-25).

Einige Länder mittleren Einkommens wie Brasilien haben das Ziel der Entwicklung der heimischen Kreditmärkte für öffentliche Schuldenpapiere explizit in ihre Schuldenmanagement-Strategie aufgenommen. Gut funktionierende Kapitalmärkte helfen dabei, alle Arten von Risiken effizienter zu verteilen, die Missverhältnisse zwischen den Vermögens- und Schuldenpositionen eines Staatshaushaltes abzubauen, die Standhaftigkeit eines Landes gegenüber unvorhergesehenen Schocks zu stärken und allgemein die Finanzmarktstabilität zu erhöhen (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 16). Einigen Ländern

fehlt es jedoch an robusten und stabilen makroökonomischen Rahmenbedingungen sowie an einer glaubwürdigen Geld- und Fiskalpolitik. Darüber hinaus sind in einigen Ländern die technischen Abwicklungssysteme und Aufsichtsregularien unterentwickelt, es sind nur wenige Investoren am Markt und der Glaube an die Marktkräfte ist bei Politikern wenig ausgeprägt (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 17).

Ein schwaches Schuldenmanagement zeigt sich darin, dass die staatlichen Schuldenpapiere stark fragmentiert sind, also eine hohe Anzahl an Anleihetranchen am Markt umlaufen, jede einzelne Anleihetranche jedoch nur geringe Volumina aufweist. Entlang der Laufzeiten der Zinsstrukturkurve sind die Anleihen kaum liquide, sodass sich keine kontinuierliche Kursfeststellung sicherstellen lässt und damit die Staatsanleihen nicht die Funktion von Benchmark-Anleihen ausfüllen können. Somit ist es für private Schuldner schwer, sich längerfristig über den Kapitalmarkt zu refinanzieren oder ein verlässliches Risikomanagement auszustellen – es fehlen verlässliche Preisanker, an denen sich eine Preisfeststellung für risikobehaftete Anleihen jenseits der Staatsanleihen orientieren können. Gründe für eine starke Fragmentierung der Staatsverschuldung sind hauptsächlich (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 20):

- (a) Eine hohe Frequenz an Auktionen mit nur geringen Volumina, beispielsweise im wöchentlichen Rhythmus.
- (b) Viele Anleihetranchen werden nach einer Auktion auf dem Primärmarkt wiedereröffnet oder später konsolidiert.
- (c) Es werden zu viele Laufzeiten im Vergleich zur ausstehenden heimischen Schuld begeben.
- (d) Einige Länder sind nicht in der Lage, ihren gesamten Finanzierungsbedarf in heimischer Währung zu decken, weil die heimische Ersparnis dafür nicht ausreicht. Infolgedessen werden parallel zu Anleihetranchen in heimischer Währung Tranchen in fremder Währung aufgelegt.

(e) Für spezifische Zwecke wie die Rekapitalisierung der Zentralbank, Entschädigungen für Enteignungen oder Bezahlung für Großprojekte werden nicht-standardisierte Staatstitel ausgegeben.

Für das Schuldenmanagement haben häufige Emissionen mit nur kleinen Volumina den Vorteil, systematisch die Durchschnittsverzinsung der Emissionen niedrig zu halten. Dies erreicht es, indem in einer Auktion nur die höchsten Gebote zugeteilt werden. In Auktionen wird der Kurs der Anleihe geboten, zu dem ein Investor bereit ist, die Anleihe abzunehmen. Je höher das Kursgebot, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, die Anleihe zugeteilt zu bekommen, und desto niedriger fällt die Verzinsung aus. Zu den Anbietern mit den höchsten Geboten zählen regelmäßig nationale Großbanken, die zum Auktionszeitpunkt über hohe Liquidität verfügen, und staatliche Pensionsfonds, die aufgrund von gesetzlichen Regularien gezwungen sind, ihre Portfolios zu einem überwiegenden Teil in Staatspapieren zu halten. Da die Tranchen mit kleinen Volumina nicht sehr liquide oder sogar illiquide sind, verlangen Investoren auf dem Sekundärmarkt für diese Anleihen eine Liquiditätsprämie. Die Auktionsteilnehmer auf dem Primärmarkt antizipieren dies und bieten verhältnismäßig niedrige Kaufpreise. Für das Schuldenmanagement ist dies gleichbedeutend mit steigenden Zinskosten. Da dem Schuldenmanagement üblicherweise das Ziel vorgegeben ist, die Finanzierungsbedürfnisse des Staatshaushaltes zu den niedrigsten Kosten zu decken, hat es im Auktionsprozess kein Interesse daran, diesen Investoren Staatspapiere zuzuteilen. Gleichwohl geht dies zu Lasten der Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 20-22).

Ein weiterer Grund für die Fragmentierung und die geringe Liquidität am Sekundärmarkt sind multiple Emissionsmechanismen in einigen Ländern. Zusätzlich zu den regulären Auktionen auf dem Primärmarkt für Staatspapiere vertrauen einige Länder auf ein Verfahren nach der Auktion, das von der Zentralbank oder dem Finanzministerium initiiert wird. Notwendig sind diese Post-Auktionen nach einer missglückten Auktion, also einer nicht voll gezeichneten oder abgesagten Auktion, weil noch Kapitalbeschaffungsbedarf besteht. Beispielsweise ist es in den zentralamerikanischen Ländern üblich, einige Tage nach Beendigung der Auktion die Anleihetranchen nochmals in

einem unsystematischen Post-Auktions-Prozess anzubieten. Mit dem Verfahren wird eine weitere Segmentierung des Marktes herbeigeführt, die dazu führt, dass die strengen Richtlinien des regulären Auktionsverfahrens und der damit verbundenen Preisfindung in diesem Post-Auktionsprozess nicht angewandt werden. Stattdessen sind die Preise vom Sekundärmarkt determiniert. In einigen lateinamerikanischen Ländern wird das Post-Auktionsverfahren benutzt, um Staatspapiere mit langen Laufzeiten auf Verhandlungsbasis am Markt weit unter Marktkonditionen zu platzieren und aus der niedrigen Verzinsung für den Staatshaushalt Vorteile zu ziehen. Diese Schuldtitel sind typischerweise nicht-standardisiert und auch nicht-handelbar (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 18). Nachteilig am Post-Auktionsverfahren ist, dass Investoren sich auf dieses Verfahren verlassen und dem ursprünglichen Auktionsprozess fern bleiben. Damit wird auf lange Sicht die Liquidität aus dem regulären Auktionsverfahren abgezogen und auf das Verfahren nach der Auktion verlagert. Die emittierten Volumina sinken, womit wiederum die Wahrscheinlichkeit steigt, dass der Kapitalbedarf nicht im ursprünglichen Auktionsprozess gedeckt wird. Gleichzeitig sendet das unsystematische Verfahren das Signal an die Märkte, dass der Emittent kein Interesse an marktnahen Konditionen in einem fairen Auktionsverfahren hat (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.31). Weiterhin ist in einigen Ländern die geringe Anzahl der in Frage kommenden Investoren im Auktionsprozess ein Problem. Die wenigen Auktionsteilnehmer können oligopolistische Marktmacht aufbauen und damit die Zinsen, die der Emittent zu zahlen hat, in die Höhe treiben. Diese Marktmacht wird aufgebrochen, wenn die Zahl der an den Auktionen teilnehmenden Investorengruppen und die Transparenz des Auktionsprozesses erhöht werden. Um Marktdisziplin zu fördern, sollten überdies die Emittenten die Möglichkeit behalten, in den Auktionen Gebote abzulehnen, die inkonsistent mit den Marktkonditionen sind. Alle anderen Gebote sind zu bedienen. Gleichzeitig sollten in einem Auktionskommentar die Gründe dargelegt werden, die zu einer Ablehnung einzelner Gebote geführt haben (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.31).

Die meisten der vom IWF/Weltbank betreuten Länder haben zwischen 2002 und 2007 den Auktionsprozess auf ihrem Heimatmarkt transparenter ausgestaltet, um einerseits die Unsicherheiten auf dem Primärmarkt zu verringern, andererseits, um die Kapitalbe-

schaffungskosten zu reduzieren. Fast alle Länder, die im Jahr 2002 am Pilot-Projekt der IMF/Weltbank teilnahmen, kündigen ihre Auktionen über einen Emissionskalender an und geben Details zur konkreten Ausgestaltung der Auktionen bekannt. Damit wird erreicht, dass potenzielle Investoren Zeit haben, ihre Portfolios anzupassen, beispielsweise, um Platz zu schaffen für die Neuemission. Es bleibt aber auch genug Zeit, um die Regeln der Auktion zu verstehen und mit weniger Unsicherheit daran teilzunehmen. Beispielsweise werden Erwartungen an die Prime Dealer kommuniziert, sodass kleinere Anleger entscheiden können, ob sie an der Auktion teilnehmen oder sich direkt im Anschluss an die Auktion an die Prime Dealer und damit an den Sekundärmarkt wenden wollen. Die Ankündigungen und detaillierten Informationen werden über das Internet, aber auch über Informationsdienste wie Reuters bekannt gegeben. Auktionsprozesse werden effizienter, wenn die Länder sie automatisieren und dabei die Möglichkeiten des Internets nutzen. Irland und Portugal nutzen das elektronische Auktionssystem des Informationsdienstes Bloomberg. Damit konnte erreicht werden, dass sich die Zeitspanne zwischen Auktionsende und Bekanntgabe der Auktionsergebnisse auf unter 15 Minuten verringert hat. Brasilien hat sogar die Möglichkeit geschaffen, dass Kleinanleger über das Internet neu emittierte Staatsanleihen kaufen können (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 42).

Die Länder haben auch Schritte unternommen, um Regulierungsvorschriften zu eliminieren, die zuvor ganze Investorenklassen im Auktionsprozess benachteiligt und damit zu verzerrten Ergebnissen geführt hatten. In einigen Ländern durften ausländische Banken am Auktionsverfahren nicht teilnehmen und nur über Prime Dealer am Sekundärmarkt Staatstitel erwerben, was mit höheren Transaktionskosten im Vergleich zur Teilnahme an der Auktion verbunden war. Beispielsweise schrieben Marokko und Südafrika institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds vor, einen bestimmten Anteil ihres Portfolios in Staatsanleihen halten zu müssen. Für diesen Zwangsanteil konnten besonders niedrige Zinsen angesetzt werden. Nachdem diese Regulierungsvorschrift entfallen war, wurde die Investorenbasis deutlich breiter. Neue Investorenklassen kauften nun die Staatspapiere, die zuvor aufgrund der Regulierung noch an die institutionellen Anleger gegangen waren. Gleichwohl hatten diese Länder nun einen höheren Zinssatz für die Staatspapiere zu bieten, um ein Marktgleichgewicht zu erreichen. Der Nutzen

daraus ist jedoch, dass der heimische Markt für Staatspapiere tiefer und liquider wird, was die Verzerrungen bei der Preisfindung auf dem Sekundärmarkt für Staatspapiere reduziert und gleichzeitig die Preisfindung für andere Wertpapiere wie beispielsweise Unternehmensanleihen effizienter ermöglicht. Dies lockt Unternehmen an, die sich hierüber statt über das Bankensystem finanzieren wollen. Darüber hinaus wird es für ein Schuldenbüro/-agentur leichter möglich, ihre präferierte Schuldenstruktur umzusetzen, was in der langen Frist zu niedrigeren Zinsdiensten führen wird (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.43).

Eine besondere Rolle spielen die staatlichen Institutionen, die als Investor im Auktionsprozess auftreten, beispielsweise die staatlichen Pensionsfonds. Sie können von den emittierenden Institutionen beeinflusst werden und verzerren mit ihrer Gebotsstrategie die Preisfindung im Auktionsprozess. Die Erfahrungen in den zentralamerikanischen Ländern zeigen, dass es hierfür keine einfache Lösung gibt. In Panama dürfen öffentliche Investoren nicht an den Auktionen teilnehmen. Sie erhalten Anleihen ausschließlich über Platzierungsprozesse, die nicht als Auktion ausgestaltet sind. In Costa Rica dagegen dürfen öffentliche Investoren im Auktionsprozess mitbieten. In einigen Ländern wurde beobachtet, dass die Preise, die die öffentlichen Investoren bereit sind zu zahlen, eine Ankerfunktion haben: Sowohl die emittierenden Institutionen als auch die privaten Investoren orientieren sich im Auktionsprozess an den Preisen, die in einem der letzten Platzierungsprozesse von den öffentlichen Investoren bezahlt wurden. Um den Wettbewerb im Auktionsprozess zu erhöhen, sollte den öffentlichen Institutionen eine größere Autonomie bei den Investitionsentscheidungen gegeben werden. Im Besonderen sollten die strengen Regulierungsvorschriften zum Anteil von Staatspapieren im Portfolio der öffentlichen Investoren aufgehoben werden (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 23).

Die gleichzeitige Emission von Schuldenpapieren der Zentralbank und der Regierung sollte nicht weiter in einer gemeinsamen Auktion stattfinden. Wenn es auch kurzfristig nicht möglich ist, Zentralbanken zu rekapitalisieren und ihnen danach die Emission von eigenen Schuldtiteln zu verbieten, sollen zwei voneinander separierte Auktionen in der Zwischenzeit stattfinden. Die Erfahrungen in Costa Rica haben gezeigt, dass mit einer

gemeinsamen Auktion von Zentralbank und Regierung beide Emittenten höhere Transaktionskosten zu tragen hatten und die Sekundärmarktpreise divergierten. Dies ist mit unterschiedlichen Bonitäten der beiden Emittenten zu erklären. Die Regierung hat aufgrund von hoher Schuldenlast und nicht immer pünktlicher Zahlung des Schuldendienstes einen im Vergleich zur Zentralbank niedrigere Kreditfähigkeit (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.30). Statt einer hohen Anzahl verschiedener Anleihe-tranchen haben sich die Länder darauf zu konzentrieren, Emissionen einiger weniger Tranchen an ausgewählten Punkten der Zinsstrukturkurve zu platzieren. Staatspapiere, die auf dem Sekundärmarkt nicht mehr aktiv gehandelt werden, sind komplett vom Schuldenbüro/-agentur zurückzukaufen. Für diese Marktpflege behält das Schuldenbüro/-agentur einen kleinen Anteil der Tranche einer jeden Auktion im eigenen Portfolio, sodass diese nachträglich am Sekundärmarkt verkauft werden kann, wenn Liquidität gebraucht wird, um illiquide Schuldpapiere vom Sekundärmarkt zu kaufen.

Je weniger weit ein Land entwickelt ist, desto eher hat es kein Prime Dealer System. Die beiden staatlichen Emittenten (Zentralbank und Finanzministerium) sind deshalb auf die Großbanken angewiesen. In einigen lateinamerikanischen Ländern werden Staatspapiere ausschließlich an die Großbanken auktioniert, die von der Regierung dafür lizenziert wurden. In anderen Ländern können zwar alle Banken am Auktionsprozess teilnehmen, jedoch haben sich die übrigen Investoren an die Großbanken zu wenden, um über sie ein Auktionsangebot abzugeben. Dafür nehmen die Großbanken eine Gebühr, die so hoch ist, dass eine Teilnahme an der Auktion für einen Investor nicht interessant ist. Diesen Investoren bleibt dann nur die Möglichkeit, über den Sekundärmarkt oder ein Post-Auktionsverfahren Staatspapiere zu erwerben (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 18). Fraglich ist der Nutzen für die Schuldenagentur, Prime Dealer einzuschalten, um die Staatspapiere am Markt zu platzieren. Mit einem System von Prime Dealern sind jedoch hauptsächlich Vorteile verbunden: Es wird mit ihnen sichergestellt, dass es eine genügend hohe Zahl an Auktionsteilnehmern am Primärmarkt gibt. Daneben stellen sie ein genügend große Zahl an Händlern am Sekundärmarkt, die gleichzeitig eine hohe Liquidität repräsentieren. Letztlich sind Prime Dealer eine valide Informationsquelle für die Schuldenmanager, die zudem beratend helfen, den heimischen Kreditmarkt und die Schuldenmanagement-Strategie zu ent-

wickeln. Ein Prime Dealer System gibt einen Anreiz für Marktteilnehmer, eine aktivere Rolle auf dem heimischen Kreditmarkt einzunehmen. Ein Prime Dealer –System ist jedoch nicht generell für jedes Land in seinem jeweiligen Entwicklungsstadium geeignet. Einige Entwicklungs- und Schwellenländer sind damit konfrontiert, dass ihr Kreditmarkt noch zu klein für ein Prime Dealer System und die Anzahl der infrage kommenden Banken zu gering ist, um den Nutzen des Systems sicherzustellen. Insofern haben es diese Länder den Marktteilnehmern allein überlassen, wer von ihnen auf dem Sekundärmarkt die Rolle des Market-Makers übernimmt. Die USA haben ein Prime Dealer System, beschränken die Auktionen für Staatspapiere aber nicht auf sie. Jeder Marktteilnehmer, der über die notwendigen Abwicklungssysteme verfügt, um die in der Auktion zugeteilten Staatspapiere abrechnen zu können, darf an der Auktion teilnehmen. Das Schlüsselement für ein Prime Dealer System ist demnach der Entwicklungsstand der heimischen Kapitalmärkte (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.43).

Die Verlängerung der Zinsstrukturkurve und Etablierung von langlaufenden festverzinslichen Wertpapieren steht bei vielen Schwellenländern weit oben auf ihrer Agenda zur Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte. Im Umfeld von schwachen makroökonomischen Rahmenbedingungen präferieren Investoren jedoch kurzlaufende Staatstitel. Brasilien, Kolumbien, Jamaika und Mexiko verfolgen in diesem Marktumfeld bereits seit dem Jahr 2002 die Strategie, die Laufzeit ihrer Staatspapiere zu verlängern, indem sie inflationsindexierte oder an eine Währung gekoppelte Anleihen mit längeren Laufzeiten begeben. Sobald die Investoren positive Erfahrungen mit langlaufenden Staatstiteln sammeln konnten, beispielsweise indem die Zinsdienste stets pünktlich bezahlt werden, werden diese Länder in einem zweiten Schritt auf festverzinsliche Staatspapiere wechseln (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.44).

In den Ländern mit mittleren und niedrigen Einkommen emittieren sowohl die Finanzministerien als auch die Zentralbanken staatliche Schuldenpapiere. Gleichzeitig laufen auf den heimischen Anleihemärkten für Staatspapiere nur relativ wenige langlaufende Staatstitel um. Die Liquidität der Anleihen hängt von der Größe des handelbaren Anteils einer einzelnen Tranche und vom aggregierten Volumen aller handelbaren Anleihen ab. Um eine Anleihetranche in den Benchmark-Status zu heben, bedarf es einer ausreichend

hohen Liquidität dieser Tranche. Dies wird jedoch aufgrund der Zweiteilung der Emittenten von Staatspapieren und die Aufteilung in handelbare und nicht-handelbare Anleihen verhindert. Damit wird der Aufbau einer Zinsstrukturkurve, die auch lange Laufzeiten abbildet, verlangsamt. Da Investoren, beispielsweise ausländische Fonds, tendenziell einen längeren Anlagehorizont als nur ein paar Monate haben, wird die Gewinnung dieser Investoren dadurch ebenfalls erschwert (vgl. Shah/Jobst/ Valderrama-Ferrando 2007, S.17). Auf der technischen Seite sind die Finanzministerien im Vergleich zu den Zentralbanken weniger erfahren mit der Emission von Staatspapieren und weniger vertraut mit den Marktkonventionen. Üblicherweise stehen Zentralbanker im Dialog mit den Marktteilnehmern, mit denen sie geldpolitische Geschäfte tätigen. Lohnunterschiede zwischen Schuldenmanagern der Zentralbank und des Finanzministerien führen überdies dazu, dass gutes Personal vom Finanzministerium in die Zentralbank wechselt und insofern grundsätzlich ein Wissenstransfer von den Finanzministerien hin zu den Zentralbanken stattfindet, nicht jedoch in die andere Richtung (vgl. Shah/Jobst/ Valderrama-Ferrando 2007, S.14). Sobald das Schuldenmanagement aus der Zentralbank und dem Finanzministerium in ein Schuldenbüro/-agentur zusammengeführt wird, konzentriert sich dort das Wissen und die Erfahrung aller Schuldenmanager wird dort konzentriert. Dies wird mit Synergieeffekten einher gehen.

Dadurch, dass sowohl die Zentralbank als auch die Regierung Staatspapiere begeben, wird der Aufbau einer Zinsstrukturkurve mittels Benchmark-Anleihen verlangsamt und die Liquidität der öffentlichen Schuldtitel reduziert. Da die heimischen Kreditmärkte für Staatspapiere in vielen Schwellen- und vor allem Entwicklungsländern klein sind und nur wenig Markttiefe aufweisen, sind handelbare Staatspapiere mit langen Laufzeiten noch deutlich unterrepräsentiert. Die Liquidität der meisten Anleihen hängt dabei von der Größe des handelbaren Anteils einer einzelnen Tranche und vom aggregierten Volumen aller handelbaren Anleihen ab. Dadurch, dass zwei Institutionen gleichzeitig Staatspapiere begeben und zudem auch nicht-handelbare Anleihen emittiert werden, erreichen die einzelnen Emissionstranchen nicht die Volumina, die nötig sind, um sie als Benchmark-Anleihen zu benutzen. Für Benchmark-Anleihen ist ein täglicher und stetiger Handel notwendig, um kontinuierlich Preise stellen zu können (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.17). Zentralbanken haben bei ihren geldpolitischen

Aufgaben eine Präferenz für kurzlaufende Instrumente. Dies gilt auch für die Finanzierung der Defizite der Zentralbank. Wenn die Regierung die Finanzierungsdefizite ihrer Zentralbank nicht schließt, emittiert die Zentralbank die im Vergleich zu langlaufenden Schuldenpapieren günstigeren kurzlaufenden Schuldenpapiere. Unter der Annahme, dass die Zinsstrukturkurve eine normale Steigung hat, sind langlaufende Schuldenpapiere mit einem höheren Zinsdienst verbunden und steigern damit das Defizit der Zentralbank. Um Konkurrenz im langlaufenden Segment fernzuhalten, akzeptiert die Regierung das Verhalten der Zentralbank, im Segment für Kurzläufer Schuldenpapiere zu emittieren.

Einer Zentralbank kann erst dann gesetzlich verboten werden, eigene Schuldenpapiere am Markt zu emittieren, wenn die Defizite der Zentralbank von der Regierung automatisch übernommen und in das Schuldenmanagement überführt werden. Aus früheren Emissionen der Zentralbank bestanden im Jahr 2007 in vielen Ländern mittleren und niedrigen Einkommens nennenswerte Anleihebestände am Markt. Diese rührten aus vergangenen Finanzkrisen, Rekapitalisierungen des Bankensektors oder dem normalen Geschäft der Zentralbanken her. Der Abbau der Schulden der Zentralbank wird jedoch üblicherweise verzögert. In vielen Ländern hat die Regierung zwar die Notwendigkeit erkannt, die Zentralbank zu rekapitalisieren und sie damit von den aufgelaufenen Defiziten zu befreien. Jedoch ist es kein leichter und automatisierter Prozess, diese Schulden in den Staatshaushalt zu überführen. Aufgrund hoher Schuldenstände in den Staatshaushalten, legislativer Hemmnisse und politischem Opportunismus wird der Prozess regelmäßig behindert. Selbst in den Ländern, in denen jährlich die Verluste der Zentralbank auf den Staatshaushalt übertragen werden, dauert es bis zu zwei Jahre bis die notwendigen Prozesse im Bereich der Rechnungslegung und der Legislativen abgeschlossen und Staatspapiere in entsprechenden Volumina emittieren wurden. In der Zwischenzeit sind üblicherweise neue Verluste bei der Zentralbank aufgelaufen (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S. 16).

Ein großes Problem sind die Emissionen der nicht-standardisierten Staatspapiere. Sowohl die Regierung als auch die Zentralbanken von Ländern mittlerer und niedriger Einkommen haben in den letzten Jahrzehnten Staatspapiere zu Konditionen begeben,

die spezifisch auf den Zweck und den zukünftigen Halter der Staatspapiere zugeschnitten waren. Solche nicht-handelbaren und nicht-standardisierten Staatspapiere wurden zu Konditionen begeben, die für die Regierung günstig und für die Halter ungünstig waren. Insbesondere die Anleihen zur Rekapitalisierung der Zentralbanken und als Entschädigung für Enteignungen bleiben in mehreren lateinamerikanischen Staaten vorerst nicht-standardisiert und werden nicht an marktübliche Konditionen angepasst. Der politische Wille ist hierfür noch nicht weit genug gereift (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.19). Die Konvertierung dieser Schuldtitel in marktfähige Staatsanleihen ist jedoch dringend geboten, weil damit mehrere Vorteile für eine Regierung verbunden sind: (a) Die nominale Verschuldung sinkt, weil die nicht-handelbaren Schuldtitel mit einem Diskont angekauft werden können. Damit steigt grundsätzlich die Kreditfähigkeit des Landes und reduziert die Risikoprämien, was die Zinskosten verringert. (b) Da die nicht-handelbaren Schuldtitel üblicherweise sehr lange Laufzeiten aufweisen, besteht für die Regierung die Möglichkeit, marktfähige langlaufende Anleihen zu emittieren. Damit wird die Zinsstrukturkurve verlängert. Gleichzeitig können die langlaufenden Anleihen Benchmark-Status erreichen und erleichtern damit den Marktteilnehmern die Preisfindung für andere Schuldtitel. Die Effizienz des Kapitalmarktes wird gestärkt (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.30).

Wenn jedoch das Schuldenmanagement standardisierte und damit handelbare Staatstitel emittiert, sollten diese den Anforderungen der Zentralbank hinsichtlich Bonität und Laufzeiten genügen. Nur so kann die Zentralbank diese Staatspapiere für ihre geldpolitischen Transaktionen nutzen. Als ein erster Schritt in diese Richtung ist deshalb die Entwicklung von standardisierten Staatspapieren entsprechender Laufzeiten und Bonitäten zu sehen. Der zweite Schritt besteht darin, die Emissionspraktiken der beiden Institutionen (Schuldenbüro/-agentur und Zentralbank) zu harmonisieren. Dabei wurde jedoch in vielen Ländern beobachtet, dass beide Institutionen aufeinander warten, bis die jeweils andere Institution in der Lage ist, auf gleiche Art und Weise Emissionen zu begeben wie sie selbst. Dies führt dazu, dass die standardisierten Schuldeninstrumente verspätet oder gar nicht zum Einsatz kommen und damit die Entwicklung der

heimischen Kreditmärkte unnötig verzögert wird (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.30).

Alle 12 Länder, die am Pilot-Projekt der IMF/Weltbank teilgenommen hatten, haben ein Investoren-Programm. Die Schuldenmanager treffen sich regelmäßig mit Marktteilnehmern und diskutieren die Finanzierungsbedürfnisse des Staatshaushaltes, den Stand der Entwicklung der Kreditmärkte und wie der Primärmarkt weiter gefördert werden kann. Gerade in oder bei drohenden Finanzkrisen können auf diesem Weg schnell Informationen über die fiskalpolitische Situation des Staatshaushaltes an die Marktteilnehmer weitergeleitet und von ihnen Vorschläge entgegengenommen werden. Damit wird den Schuldenmanagern die Verwaltung des Schuldenportfolios erleichtert. Beispielsweise können über Road-Shows Investoren, Prime Dealer und andere Finanzinstitutionen erreicht werden, um ihnen die Fortschritte bei der Schuldenrestrukturierung und im Staatshaushalt, dem Schuldenmanagement oder der Entwicklung der Kapitalmärkte vorzustellen und gleichzeitig in eine Diskussion mit ihnen einzutreten, welche Änderungen im Schuldenmanagement vorgenommen werden können oder welche neuen Instrumente von den Marktteilnehmern gewünscht werden (vgl. IMF/Worldbank 2002, S. 45).

Schuldenmanager arbeiten aktiv und kontinuierlich mit den Marktteilnehmern daran, den Sekundärmarkt für Staatspapiere zu entwickeln. Entscheidende Schritte dahin sind die Implementierung eines Prime Dealer Systems und elektronische Handelssysteme. Aber auch der Abbau von Marktverzerrungen aufgrund des Steuersystems oder der Aufbau von funktionierenden Nebenmärkten wie der für Futures, Pensionsgeschäfte oder Optionen sind weitere sinnvolle Schritte hin zu einem gut funktionierenden, liquiden und tiefen Sekundärmarkt für Staatspapiere. Eine wichtige Voraussetzung für alle genannten Aspekte ist jedoch ein verlässliches Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystem. Dazu zählt nicht nur ein elektronisches Abrechnungssystem, das in Echtzeit abrechnet und Kurse stellt, sondern auch eine zentrale Abwicklungsstelle, die als Gegenpartei bei Zahlungen fungiert. Damit wird die Unsicherheit im Handel mit Staatspapieren signifikant gesenkt und der Handel mit Staatspapieren gefördert (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.46).

Ein weiterer wichtiger Aspekt bei der Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte sind die Emissionskalender. Den meisten Investoren fehlen Informationen über die anstehenden Auktionen am Primärmarkt, was daran liegt, dass das Finanzministerium und die Zentralbank ihre Auktionen nicht verbindlich ankündigen. In einigen lateinamerikanischen Ländern werden die Auktionszeitpunkte, die zu versteigernden Emissionsvolumina oder die Auktionskonditionen trotz eines Emissionskalenders im Laufe des Jahres verändert. Üblich ist es in Lateinamerika, erst eine Woche vor dem Auktionstermin das zu versteigernde Volumen anzukündigen. Gleichzeitig behalten sich einige Länder das Recht vor, nur den höchsten Geboten in der Auktion die Staatspapiere zuzuteilen – auch wenn dies bedeutet, dass nicht das ganze angekündigte Volumen versteigert wird. Damit wird es den Investoren erschwert, eine solide Portfolioallokation aufzustellen, da für sie ex ante nicht klar ist, welche Emission von welcher Institution in das eigene Portfolio aufgrund von Restriktionen wahrscheinlich aufgenommen wird (vgl. Shah/Jobst/Valderrama-Ferrando 2007, S.20).

Als Ergebnis dieses Abschnitts ist festzuhalten, dass Schuldenmanager die Kapitalmarktentwicklung ausschließlich von der Angebotsseite her fördern können. Mit Benchmark-Anleihen, also den großvolumigen und standardisierten Schuldenpapieren wird die Zinsstrukturkurve gestärkt, was wiederum die Preisfindung auf den Sekundärmärkten erleichtert. Mit den Benchmark-Anleihen werden der Zentralbank marktfähige Schuldenpapiere für geldpolitische Transaktionen bereitgestellt, sodass auch die Geldpolitik effektiver wird. Die nicht-standardisierten und damit nicht marktfähigen Schuldenpapiere sind durch handelbare Papiere zu ersetzen. Dies stärkt das Angebot an Staatspapieren entlang der Zinsstrukturkurve weiter. Eine größere Markttiefe wird erreicht, indem Emissionen einem regulären und vorhersehbaren Emissionskalender folgen. Ein Emissionskalender fußt auf der mittelfristigen Schuldenmanagement-Strategie und stellt nachvollziehbar die geplanten Emissionen des Schuldenmanagementbüros/-agentur im Fiskaljahr dar. In den Ländern niedrigeren Einkommens wird ein Markt für Staatspapiere auch gefördert, indem die Akzeptanz von Marktstandards wie Wohlverhaltensregeln oder Handelskonventionen gefördert wird. Daneben wird es notwendig, Staatspapiere über Auktionen zu begeben und eine klare Kommunikationsstrategie zu entwickeln. Auf der Nachfrageseite sind Schritte zu unternehmen, die die Investo-

renbasis verbreitern. Ausländische Investoren werden angelockt, indem langlaufende Schuldenpapiere mit fester Verzinsung in heimischer Währung angeboten werden. Kleinanleger werden gewonnen, indem ein Kauf, Verkauf und die Verwahrung von Staatspapieren über das Internet möglich werden. Enge Kommunikationsbeziehungen mit hohen Transparenzanforderungen zu allen Investoren sind dabei eine geeignete Strategie, um die Investorenbasis zu verbreitern und sie dauerhaft zu binden.

6.3.6. *Transparenz und Rechenschaftspflichten*

Als letztes Themenfeld hat der IWF/Weltbank die Transparenz und Rechenschaftspflicht eines Schuldenmanagements identifiziert. Auch in diesem Bereich haben IWF und die Weltbank Vorschläge unterbreitet:

(a) Die Zuständigkeiten der an der Steuerung der Schulden beteiligten Institutionen soll veröffentlicht werden. Zu den Institutionen zählen das Finanzministerium, die Zentralbank, das Schuldenbüro/-agentur und Institutionen, die die Depotbankfunktion übernehmen und den Zahlungsverkehr beim Handel mit Staatstiteln abwickeln.

(b) Die Ziele des Schuldenmanagements und deren laufende Operationen an den Märkten sollen veröffentlicht werden.

(c) Die Öffentlichkeit soll darüber informiert werden, wie sich das vergangene, augenblickliche und zukünftige Haushaltsbudget entwickelt hat bzw. entwickeln wird.

(d) Die Regierung soll regelmäßig den Bestand und die Zusammensetzung der Schulden und Vermögenswerte, einschließlich der Währungs-, Laufzeiten- und Zinsstruktur veröffentlichen.

(e) Es soll jährlich Rechenschaft gegenüber einem externen Wirtschaftsprüfer abgelegt werden.

Üblicherweise erfasst ein Schuldenmanagement alle Verbindlichkeiten, die die Zentralregierung kontrollieren kann. Unterschiede gibt es bei den beteiligten Institutionen. In Großbritannien wird der Handel mit Staatspapieren für das institutionelle (Groß)-

Kundengeschäft von einer anderen Institution betreut als der Handel mit Kleinanlegern. In den USA sind beide Teilbereiche in einer Institution vereint. In Irland werden die Eventualverbindlichkeiten vom Finanzministerium und der Handel mit institutionellen Kunden und Kleinanlegern von der Schuldenagentur betreut. In Schweden betreut die Schuldenagentur die Eventualverbindlichkeiten zusammen mit dem Finanzministerium. Die Einbeziehung der spezifischen Kenntnisse einer Schuldenagentur bei der Preis- und Risikobestimmung von Eventualverbindlichkeiten ist dabei eine wertvolle Hilfe für ein Finanzministerium (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.21).

Die Verschuldung nachgeordneter Regierungsstellen, also beispielsweise von Bundesländern und Kommunen, wird in fast allen Ländern nicht vom staatlichen Schuldenbüro/-agentur verwaltet. Dies wird damit begründet, dass üblicherweise die Zentralregierung nicht für die Schulden der ihr nachgeordneten Regierungsstellen haftet. Eine Ausnahme bildet Kolumbien. Die dortige Schuldenagentur verwaltet aktiv die Schulden der nachgeordneten Regierungsstellen. In Kolumbien sind Verschuldungsgrenzwerte für sie implementiert, um die Finanzstärke der Zentralregierung zu erhalten. Die Empirie zeigt, dass in Lateinamerika nachgeordnete Regierungsstellen eine Neigung haben, sich übermäßig zu verschulden. Dies übt negative Effekte auf die Finanzstärke der Zentralregierung aus (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.21).

Auch wenn das Schuldenmanagement einer Zentralregierung die Verschuldung nachgeordneter Regierungsstellen nicht mitverwaltet, haben frühere Finanzkrisen gezeigt, dass von dort Gefahren für die Finanzmarktstabilität ausgehen. Insofern sollte eine aktivere Rolle eines Schuldenbüros/-agentur gegenüber den Schulden nachgeordneter Regierungsstellen angestrebt werden. Die Schuldenagentur Italiens beispielsweise unterrichtet die nachgeordneten Regierungsstellen über die Aktivitäten der Zentralregierung am Kreditmarkt. Brasilien vereinbarte mit seinen nachgeordneten Ländern und Kommunen Ende der 90er Jahre im Rahmen von Refinanzierungsprogrammen strenge Verschuldungs- und Ausgabenregeln auf vertraglicher Basis. Das brasilianische Schatzamt überwacht seitdem die Bundesländer und Kommunen (vgl. IMF/Worldbank 2002, S.21).

6.4. Länderbeispiel Brasilien

Brasilien zählt zu Beginn des 21. Jahrhunderts zu den Ländern, die an der Schwelle zur Industrienation stehen. Ein kontinuierlicher Entwicklungsprozess in den letzten Jahrzehnten führte dazu, dass sich ein Ordnungsrahmen für die Verwaltung der Schulden des brasilianischen Staatshaushaltes herausbildete. Die nachfolgenden Ausführungen konzentrieren sich auf einzelne Aspekte, die in den Richtlinien des IWF/Weltbank zu einem effizienten Schuldenmanagement vorgeschlagen wurden.

Entsprechend den Richtlinien des IWF/Weltbank hat Brasilien für sein Schuldenmanagement das Hauptziel formuliert, die Kosten der Kapitalbeschaffung in der langen Frist zu minimieren unter der Berücksichtigung eines vernünftigen Risikoniveaus. Als Nebenziel benennt Brasilien, dass das Schuldenbüro Aktivitäten zu unternehmen hat, die den heimischen Markt für Schuldenpapiere fördern.

Kostengünstige Kapitalbeschaffung und Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte. Wie in den vorherigen Abschnitten ausgeführt wurde, gibt es einen Zielkonflikt zwischen der Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte und der kostengünstigen Kapitalbeschaffung auf den heimischen Kapitalmärkten in der kurzen Frist. Ein Schuldenbüro kann ein Auktionsverfahren so ausgestalten, dass es nur Gebote akzeptiert, die die Zinskosten für den Emittenten niedrig hält mit dem Nebeneffekt, dass dies zu Lasten der Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte geht. Ein derart ausgestattetes Auktionsverfahren führt zu kleinen Volumina pro Emissionstranche. Benchmark-Anleihen werden daraus nicht. Infolgedessen reicht die Zinsstrukturkurve nicht bis in den langlaufenden Bereich hinein.

Risikomanagement. Jede Strategie zur Kapitalbeschaffung ist mit Risiken verbunden. Beispielsweise ist die Kapitalbeschaffung in fremder Währung mit einem Wechselkursrisiko und dem Risiko, Devisen in ausreichendem Maße zur rechten Zeit beschaffen zu können, verbunden. Die Kreditaufnahme über kurzlaufende Staatspapiere birgt ein Prolongationsrisiko in sich, das sich darin äußert, dass die Verlängerung der ausstehenden Schuld nur zu ungünstigeren Konditionen für den Emittenten möglich ist. In

früheren Jahrzehnten kam es auch in Brasilien vor, dass die Regierung geschlossene Verträge nicht respektierte und sich opportunistisch gegenüber den Vertragspartnern verhielt. Darunter litt ihre Reputation. Mit dem Aufbau des Schuldenmanagement wurden Maßnahmen ergriffen, um dieses Risiko, das bisher die Marktteilnehmer trugen, auf die Regierung zu transferieren. Auch wenn sich Verträge nachträglich als ungünstig für die brasilianische Regierung erweisen sollten, wird an ihnen festgehalten. Das Prolongationsrisiko konnte das brasilianische Schuldenbüro erfolgreich reduzieren, indem es die durchschnittliche Laufzeit der Schuldenpapiere im Portfolio verlängerte. Gleichzeitig konnte damit ein gleichmäßigeres Schuldendienstprofil erreicht werden, weil Zins- und Tilgungstermine über das gesamte Fiskaljahr verteilt wurden. Die teilweise Substitution von variabel verzinsten Wertpapieren, die dem Zinsrisiko voll ausgesetzt sind, gegen festverzinsliche Schuldtitel ist ein weiteres wichtiges Element für das brasilianische Schuldenbüro. Um das Zinsrisiko zu reduzieren, wird die Allokation des Schuldenportfolios sukzessive zugunsten von festverzinslichen Schuldtiteln umgebaut. Dies birgt jedoch wiederum ein Prolongationsrisiko in sich, weil die Nachfrage nach festverzinslichen Schuldtiteln in Brasilien nicht sehr ausgeprägt ist und deshalb das Schuldenbüro mit kurzlaufenden festverzinslichen Staatspapieren beginnen muss. Sobald die Nachfrage nach längeren Laufzeiten aufgrund von soliden und stabilen makroökonomischen Rahmenbedingungen steigt sowie positive Erfahrungen mit der Zahlungsmoral Brasiliens gemacht werden, wird eine aggressivere Strategie hin zu mehr festverzinslichen Wertpapieren verfolgt.

Aufbau eines Sekundärmarktes. Die Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte beginnt mit dem Aufbau des Primär- und Sekundärmarktes für Staatspapiere. Auch Brasilien hat diesbezügliche Maßnahmen ergriffen und erste Erfolge vorzuweisen: Eine Zinsstrukturkurve beginnt sich herauszubilden, die Standardisierung der Finanzinstrumente schreitet voran und die variabel verzinsten Staatstitel werden handelbar. Dies wurde auch erreicht, indem die Brady-Bonds durch standardisierte Staatspapiere ersetzt und damit die Zinsstrukturkurve weiter gestärkt wurde.

Brasilien verfolgt das Ziel, mit dem Schuldenbüro das gesamte Spektrum an Zahlungsverpflichtungen der Regierung zu verwalten. Neben den expliziten finanziellen Verpflichtungen der Zentralregierung sind die impliziten Schulden, also die Eventualverbindlichkeiten, integriert. Innerhalb dieser beiden Gruppen (explizite und implizite Schulden) sind alle marktfähigen und alle nicht-handelbaren Staatspapiere sowohl in heimischer als auch in fremder Währung berücksichtigt.

Zentralbank und Schuldenbüro arbeiten eng miteinander zusammen. In regelmäßigen Abständen tauschen die beiden Institutionen Informationen zum aktuellen und zukünftigen Liquiditätsbedarf der Regierung aus. Da das Schuldenbüro organisatorisch im Schatzamt (Finanzministerium) angesiedelt ist, hilft es bei der Erstellung des Kreditbeschaffungsplanes. Dieser beruht auf fiskalischen Projektionen zum föderalen Staatshaushalt und wird vom Parlament bestätigt. Das Schuldenbüro veröffentlicht den Plan, nachdem der Finanzminister ihm zugestimmt hat. Die letztendliche Entscheidung zur Strategie des Schuldenbüros trifft allerdings das nationale Schatzamt allein. Dabei wird die Zentralbank stets konsultiert, um die Strategie mit den Zielen der Geld- und Währungspolitik abzustimmen. Seit 2002 ist es der Zentralbank verboten, eigene Wertpapiere am Primärmarkt zu emittieren. Die Geldpolitik ist auf den Sekundärmarkt beschränkt und handelt dort Staatspapiere des Schatzamtes, was die Transparenz der Fiskal- und Geldpolitik erhöht.

Das brasilianische Schuldenbüro kommt den Transparenz- und Rechenschaftsanforderungen nach, indem es die Kompetenzen, Ziele und Zuständigkeiten für das Schuldenbüro sowie statistisches Zahlenmaterial in regelmäßigen Publikationen wie der Schuldenstatistik, dem Schuldenbericht und dem Haushaltsbericht veröffentlicht. Ein externes Auditing zu den Aktivitäten des Schuldenbüros findet jährlich statt, wobei eine interne Revision entsprechendes Material für die externen Wirtschaftsprüfer vor- und aufbereitet. Das Parlament fordert darüber hinaus ein regelmäßiges Reporting und lässt dieses in den Bericht der öffentlichen Verwaltung und den Haushaltsbericht der Regierung einfließen.

Die Kompetenzen und Zuständigkeiten für das Schuldenbüro sind klar und formal eindeutig rechtlich geregelt. Das Schuldenmanagement für die heimischen und externen Schulden ist beim Schatzamt angesiedelt. Die gesetzliche Regulierung ist vollständig veröffentlicht, einschließlich der Aktivitäten auf dem Primär- und Sekundärmarkt sowie den Abwicklungssystemen beim Handel mit Staatspapieren.

In einem Emissionskalender ist für alle Marktteilnehmer einzusehen, wann das Schuldenbüro Platzierungen von Staatspapieren plant, wie hoch die Volumina angesetzt sind und zu welchen Konditionen sie begeben werden sollen.

Der neue organisatorische Rahmen für das Schuldenbüro umfasst drei Bereiche:

- (a) **Front-Office:** Hier findet die Emission und der Handel mit den Schuldtiteln statt.
- (b) **Middle-Office:** Diese Teileinheit ist verantwortlich für die Entwicklung der Strategie in der mittleren und langen Frist, führt die makroökonomische Analyse durch und pflegt den Kontakt zu den Investoren.
- (c) **Back-Office:** Hier werden die Emissionstranchen registriert, der Handel des Schuldenbüros auf dem Primär- und Sekundärmarkt kontrolliert, die Zahlungen durchgeführt und die Rechenschaft vorbereitet – sowohl für die heimischen als auch die externen Schulden.

Der neue institutionelle Rahmen hat zu einer deutlichen Ausweitung der Kompetenzen und Aufgaben des Schuldenmanagements geführt und erlaubt nunmehr, standardisiert auf operationaler Ebene die Kontrolle über die Emissionen von und den Handel mit den Staatspapieren auszuüben, Risiken aus den verschiedenen Strategien zur Kapitalbeschaffung zu überwachen und die strategische von der taktischen Ebene zu trennen. 2005 arbeiteten bereits rund 90 Finanzmarktexperten im Schuldenbüro Brasiliens. Der neue Ordnungsrahmen repräsentiert einen wichtigen Schritt hin zur Reduzierung von operationellen Risiken. Front- und Back-Office-Funktionen sind klar voneinander getrennt. Das Middle-Office überwacht die beiden anderen Teilbereiche mittels einer

Risikoanalyse und ist nicht in die Handels- und Abwicklungsaktivitäten eingebunden. Die Registrierung der teilnehmenden Banken und die Durchführung der Auktionen ist Aufgabe der Zentralbank. Somit werden Interessenkonflikte organisatorisch unterbunden und opportunistisches Verhalten eingedämmt.

Um die internen Abläufe zu stärken, arbeitet das brasilianische Schuldenbüro kontinuierlich mit der Weltbank im Bereich der IT-Systementwicklung, der Kontrolle der Handelsaktivitäten, der Implementierung von Aufsichts- und Wertpapierstandards, der Entwicklung effizienter Organisationsstrukturen und dem Risikomanagement zusammen.

Die Personalabteilung in einem Schuldenbüro kann für das dort arbeitende Personal nur schwer bessere Gehaltskonditionen bieten als für Personal in der allgemeinen öffentlichen Verwaltung. Gleichzeitig sind aber an das Personal eines Schuldenbüros höhere Anforderungen zu stellen – das Niveau ist vergleichbar mit dem im privaten Finanzsektor. Da die Bezahlung in einem Schuldenbüro systematisch weit unterhalb vergleichbarer Tätigkeiten im privaten Finanzsektor liegt, wandert üblicherweise Personal ab einer bestimmten Qualifikations- und Kompetenzstufe in den Privatsektor ab. Um diesen systematischen Nachteil zumindest teilweise abzufedern, hat das brasilianische Schuldenbüro für seine Finanzanalysten besondere Förderwege gefunden. Neben fortlaufenden Trainingsmaßnahmen, die den Aufbau von spezifischem Fachwissen fördert, unterstützt das brasilianische Schatzamt einen Studiengang, mit dem Studenten den Abschluss als Schuldenmanager anstreben können. Ein strenger Selektionsprozess sorgt überdies dafür, dass nur Personen mit spezifischen ökonomischen und finanzwirtschaftlichen Kenntnissen Karriere machen können. Dies wiederum geht mit entsprechend hohen Gehältern einher und bietet den Schutz, den Staatsbedienstete genießen.

Darüber hinaus hat das brasilianische Schatzamt Wohlverhaltensregeln für das Personal im Schuldenbüro aufgestellt. Beispielsweise ist es dem Personal verboten, Staatspapiere zu erwerben. Damit soll verhindert werden, dass Schuldenmanager in eigenem Interesse als Inhaber von Staatspapieren und gegen die Interessen des Schuldenbüros arbeiten.

Der implementierte Ordnungsrahmen beschränkt die laufenden Staatsausgaben und den Betrag der ausstehenden Schulden, setzt höhere Transparenzanforderungen an die öffentlichen Konten, sieht strengere Regeln bei der Ernennung von Staatsbediensteten vor und hält Strafen für sie vor, wenn sie sich nicht konform mit den geltenden Regeln verhalten. Damit soll opportunistisches Verhalten bis hinunter zur untersten Verwaltungsebene eingedämmt werden.

Die Goldene Finanzierungsregel, nach der die Kreditaufnahme nur so hoch sein darf wie die Investitionen, wurde per Gesetz wieder aktiviert. Der Ordnungsrahmen sieht darüber hinaus Beschränkungen bei der Kreditaufnahme nachgeordneter Regierungsstellen vor, weil erkannt wurde, dass in Finanzkrisen schlussendlich die zentrale Regierungsstelle für die Verbindlichkeiten der ihr untergeordneten Regierungsstellen eintritt.

Das Schuldenbüro hat erste Schritte hin zu einem Asset-Liability-Management-System (ALM-System) unternommen. Die Risiken, die im Schuldenportfolio enthalten sind, wurden unter Berücksichtigung der Charakteristika der Vermögenswerte, Steuereinnahmen und anderer Zahlungsströme analysiert und bewertet. Damit konnten die mit Risiko belegten Netto-Verbindlichkeiten (Netto-Exposure) im Staatshaushalt identifiziert werden, indem neben den expliziten auch die impliziten Vermögenswerten und Verpflichtungen berücksichtigt wurden. Zu den impliziten Verbindlichkeiten zählen Bürgschaften, Garantien und Eventualverbindlichkeiten.

Die Analyse kam zu dem Ergebnis, dass das Netto-Exposure im Schuldenportfolio reduziert werden kann, wenn der Anteil an festverzinslichen und inflationsindexierten Staatspapieren im Portfolio erhöht wird. Das größte Risiko im Schuldenportfolio war Ende 2001 aber das hohe Zins- und Wechselkurs exposure, also der Anteil der Verbindlichkeiten, der diesen beiden Risiken ausgesetzt ist. Brasilien bekämpft diese Risiken, indem es den Sekundärmarkt entwickelt und damit den Boden für langlaufende festverzinsliche und inflationsindexierte Staatspapiere, vor allem aber heimischer Verschuldung bereitet.

Schon 1995 hatte das Schatzamt damit begonnen, einen Prozess anzustoßen, die Zusammensetzung des Schuldenportfolios neu zu gestalten. Stufenweise sollte der Anteil festverzinslicher Staatspapiere am Schuldenportfolio erhöht und der Anteil variabel verzinsten Schuldtitel reduziert werden. Bis 1997 konnten erste Erfolge bei der Emission von festverzinslichen Staatspapieren verzeichnet werden. Auf die Platzierung von Staatspapieren mit variabler Verzinsung konnte vollständig verzichtet werden. Die Ostasienkrise, die sich 1997/98 auch auf Lateinamerika ausgebreitet hatte, machte diese Erfolge zunichte. Brasilien konnte, damit das Prolongationsrisiko nicht anstieg, in den folgenden Monaten lediglich variabel verzinsten Staatspapiere emittieren. Seit 1999 ist Brasilien wieder in der Lage, langlaufende festverzinsliche Staatspapiere zu emittieren. Sie wurden zu Benchmark-Anleihen, als das Schuldenbüro in den darauffolgenden Jahren diese kontinuierlich und regelmäßig mit verschiedenen Laufzeiten emittierte. Gleichzeitig wurde damit die durchschnittliche Laufzeit der Schuldenpapiere im Portfolio erhöht und somit das Prolongationsrisiko erfolgreich reduziert.

Nach 15 Jahren Abwesenheit von den internationalen Kapitalmärkten konnte Brasilien 1995 erstmalig wieder erfolgreich eine Fremdwährungsanleihe platzieren. Damit fand die Verschuldung auf den internationalen Kapitalmärkten wieder Eingang in die Strategie der Regierung. Die brasilianische Zinsstrukturkurve sollte gestärkt werden, indem liquide Benchmark-Staatspapiere auf strategisch wichtigen Märkten wie den USA, Europa und Japan emittiert werden. Da es sich um langlaufende und festverzinsliche Staatspapiere handelte, wurde damit die durchschnittliche Laufzeit der Schuldenpapiere im Portfolio ein weiteres Mal erhöht und das Prolongationsrisiko reduziert.

Seit 1996 hatte Brasilien ein Programm zum Rückkauf der Brady-Bonds aufgelegt – Anleihen, die bei der Restrukturierung der Staatsverschuldung einer Reihe von Entwicklungs- und Schwellenländern während und nach der Schuldenkrise in den 80er Jahren emittiert worden waren. Da diese illiquide waren, wurden sie durch neue Anleihen ersetzt, was die Zinsstrukturkurve stärkte und damit die Effizienz des brasilianischen Kapitalmarktes weiter erhöhte.

Im brasilianischen ALM-System ist eine Risikoanalyse möglich, die es dem Schuldenbüro ermöglicht, potenzielle Kosten von verschiedenen Refinanzierungsstrategien in der mittleren und langen Frist zu analysieren. Schlüsselindikatoren wie die durchschnittliche Laufzeit der im Schuldenportfolio enthaltenen Staatstitel und die Portfolioallokation können für jede Strategie einzeln generiert werden, sodass auf dieser Basis eine verifizierbare Entscheidung über die weitere Portfolioallokation getroffen werden kann.

Neben der Implementierung des ALM-Systems wurden umfangreiche Qualifizierungsmaßnahmen für die Angestellten im Schuldenbüro umgesetzt. Berater der Weltbankgruppe implementierten ein Informationssystem, das Zugriff auf die Erfahrungen mit dem Schuldenmanagement aller Länder erlaubt, die an den Projekten zur Optimierung des Schuldenmanagements der Weltbank/IWF teilnehmen. Die nächsten Schritte sollen sein, ein vollwertiges ALM-System zu implementieren, die Angestellten darin zu schulen und ihnen ein breiteres Wissen zur Aufstellung von ökonomischen Modellen zu geben. Die Erfahrungen aus anderen Ländern, insbesondere aus den Ländern, die bereits ein vollwertiges Risikomanagementsystem nutzen, sind dabei wertvolle Hilfen auf dem Entwicklungspfad Brasiliens.

Im zweiten Halbjahr 1999 setzte die brasilianische Regierung eine Arbeitsgruppe ein, die die Unzulänglichkeiten des heimischen Anleihemarktes analysieren sollte. Aufgrund der Erkenntnisse aus dieser Analyse wurden Prozesse reorganisiert und neue Instrumente entwickelt, um die Dynamik bei der Entwicklung eines Anleihemarktes zu stärken. Wichtiger Aspekt bei der Analyse war die Frage, wie die Nachfrage nach langlaufenden Staatspapieren erhöht werden kann. Folgende Maßnahmen setzt Brasilien seitdem um:

- (a) Reduzierung der Anzahl der ausstehenden Serien an Staatspapieren durch Rückkäufe und Wiederanbieten alter Serien (Reduzierung der Fragmentierung),
- (b) Implementierung von monatlichen Auktionen, in denen langlaufende festverzinsliche Staatstitel emittiert werden (Etablierung von Benchmark-Anleihen),

(c) regelmäßige und umfangreiche Informationsbereitstellung zur Schuldenpolitik und -statistik (Erhöhung der Transparenz),

(d) regelmäßige Treffen mit Händlern, institutionellen Investoren, Ratingagenturen und anderen relevanten Marktteilnehmern (Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte).

Das Auktionsverfahren Brasiliens zur Emission von Staatspapieren erfolgt seitdem in zwei Schritten: Im ersten Schritt ist es nur den Prime Dealern erlaubt, Angebote abzugeben mit der Verpflichtung, sie nach der Auktion zu den vom Schuldenbüro festgelegten Angebotsbedingungen abzunehmen. Das Schuldenbüro bestimmt das Volumen an Staatspapieren und setzt den Mindestpreis zur Zuteilung. Dies setzt gleichzeitig den Mindestpreis für den zweiten Schritt. Dort wird eine Auktion mit allen Marktteilnehmern durchgeführt. Dieser Prozess ist entscheidend, um die Unsicherheit bei der Preisfeststellung zu reduzieren. Im ersten Schritt haben die Prime Dealer bereits einen Ankerpreis vorgegeben. An ihm orientieren sich die anderen Marktteilnehmer. Diejenigen Marktteilnehmer, die bei der zweiten Auktion keine Staatstitel zugeteilt bekommen haben und weiterhin ein Interesse daran haben, die Staatstitel zu erwerben, können sich an die Prime Dealer wenden und von ihnen die Staatspapiere erwerben.

Die Entwicklung des heimischen Marktes für Staatspapiere steht in Brasilien weit oben auf der Agenda der Regierung. Die Verbesserung der Zinsstrukturkurve und die Gewährleistung der Handelbarkeit von variabel verzinsten und inflationsindexierten Staatspapieren werden begleitet von stimulierenden Maßnahmen auf dem Sekundärmarkt. Als Folge davon ist die Anzahl der umlaufenden Tranchen an Staatspapieren variabler und inflationsindexierter Verzinsung zurückgegangen. Gleichzeitig konnte aufgrund der kontinuierlichen Emission von Benchmark-Anleihen die Zinsstrukturkurve für variabel verzinsten und inflationsindexierten Staatspapieren auf 30 Jahre ausgedehnt werden, während die Zinsstrukturkurve für festverzinsliche Staatstitel bis zum Jahr 2002 auf nur 18 Monate verlängert werden konnte.

Um auch Kleinanleger als weitere Investorenschicht für Staatspapiere hinzugewinnen zu können und Anlageverhalten auf festverzinsliche Anlagen zu lenken, implementierte

das brasilianische Schuldenbüro ein IT-System, mit dem es Kleinanlegern möglich ist, über das Internet Staatstitel zu erwerben und sie gleichzeitig in einem Depot zu verwahren. Die Mindestanlagesumme betrug 2002 einmalig 80 USD, die Maximalsumme war auf 80.000 USD pro Monat begrenzt. Diese Maßnahme war erfolgreich. So konnten allein im Juli 2002, kurz nach dem Start des Internetangebots, rund 11 Millionen USD bei mehr als 4.000 brasilianischen Kleinanlegern platziert werden. Von dieser Summe waren 77 % festverzinsliche Wertpapiere.

6.5. Besondere Instrumente zur Krisenbewältigung

Während in den vorhergehenden Abschnitten das Schuldenmanagement in seiner grundsätzlichen Struktur dargestellt wurde, folgt in diesem Abschnitt die Vorstellung von Schuldeninstrumenten, die insbesondere für Krisenzeiten relevant sind. Anhand ausgewählter Länderbeispiele soll versucht werden, eine Systematisierung der Schuldeninstrumente und deren Eignung für die Bewältigung der negativen Folgen einer Finanzkrise herauszuarbeiten.

6.5.1. *Schuldenswaps*

Seit 1998 wurden in mehreren Ländern auf Initiative des Schuldnerlandes dessen Anleihen mit Hilfe von Schuldenswaps restrukturiert. Nachfolgend soll anhand von 6 Ländern gezeigt werden, wie deren Schuldenswapangebote ausgestaltet waren. Die Angebote unterschieden sich in rechtlichen Aspekten und dem Dialog zwischen dem Schuldnerland und seinen Gläubigern. In allen Fällen wurden die Gläubiger vom Schuldnerland eingeladen, ihre alten Anleihen gegen neue Anleihen zu veränderten Konditionen zu tauschen (Schuldenswap).

(1) Argentinien. Im Oktober 2001 unterbreitete die argentinische Regierung ihren Gläubigern ein erstes Angebot zum Umtausch von Anleihen heimischer und fremder Währung im Umfang von rund 50 Mrd. US-Dollar (rund 35% der Auslandsverschuldung) in eine heimische Anleihe. Neben einer Ruhephase bis April 2002, in der keine Zinsen gezahlt wurden, wurde für die neue Anleihe ein Nominalzins von 70% der ursprünglichen durchschnittlichen Nominalzinsen und eine Laufzeitverlängerung von 3 Jahren vorgesehen. Die Berechnung des haircuts ist aufgrund fehlender Sekundärmarktdaten nicht ermittelbar, denn die Neuemission war und ist nicht fungibel (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. 2005). Schätzungen von Sturzenegger/Zettelmeyer (2004) geben eine Spanne von 25-50% an.

(2) Ecuador. 1999 ging Ecuador in den default, weil es seine Brady- und Eurobonds im Umfang von rund 6,3 Mrd. US-\$ (etwa 39% der Auslandsverschuldung) nicht mehr

bedienen konnte. Den Gläubigern wurde angeboten, ihre Brady- und Eurobonds gegen eine in US-\$ denomierte Anleihe mit 30-jähriger Laufzeit zu tauschen. Alternativ wurde eine 12-jährige in US-\$ denomierte Anleihe angeboten, die jedoch einen haircut von 30% vorsah. In die 30-jährige Anleihe wurde als Anreiz eine principal reinstatement clause aufgenommen, die besagte, dass wenn Ecuador bis 2004 in den default zurückfiel, sich der Nominalwert der Anleihe automatisch um 30% erhöhe. Ein default bis 2007 bedeuteten noch 20% und bis 2010 noch 10% Nominalwertbonus auf die Anleihe. Gleichzeitig wird dieser Bonus nur gezahlt, wenn die Anleihegläubiger bis zu 12 Monate nach dem potenziellen default ausharren und in Verhandlungen mit Ecuador eintreten (vgl. Gallardo 2002). Damit wurden starke Anreize gesetzt, als Gläubiger einen weiteren default auszusitzen und zu verhandeln anstatt zu klagen. Die 12-jährige Anleihe hat diese Klausel nicht, sodass sich für die beiden Anleihen theoretisch eine Vorrangigkeit (Seniorität) der 30-jährigen gegenüber der 12-jährigen Anleihe herausgebildet hätte. Ohne Strafe könnte Ecuador mit der 12-jährigen Anleihe in den default gehen und die 30-jährige Anleihe aus dem eingesparten Zinsdienst der 12-jährigen Anleihe weiter bedienen. Praktisch stand diese Möglichkeit hingegen nicht offen, denn die 30-jährige Anleihe war mit einer cross-default clause ausgestattet, die sie automatisch mit in den default gehen ließ, wenn eine Schuldendienstzahlung für irgendeine andere Anleihe in Verzug ist. Somit versperrt diese Klausel Ecuador die Möglichkeit, mit irgendeiner Tranche bis 2010 in den default zu gehen (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. 2005).

Das Beispiel Ecuadors ist geeignet, um eine Innovation zu zeigen, wie es möglich ist, eine Rangreihenfolge verschiedener Anleihen zu implementieren. Kritisch ist jedoch die cross-default clause zu sehen: Um Seniorität herzustellen ist die cross-default clause aus allen Anleihen zu entfernen. Blicke sie erhalten, wird sie zu einem kritischen Momentum für alle anderen Anleihetranchen. Die principal reinstatement clause ist ein besonderer Anreiz für das Schuldnerland, glaubwürdig seine Bemühungen um wirtschaftspolitische Reformen und Verhandlungen mit gutem Vorsatz zu dokumentieren. Ein Teil des zuvor von den Gläubigern getragenen Länderrisikos wird mit dieser Klausel auf das Schuldnerland zurücktransferiert, was als eine Vertrauen bildende Maßnahme zu interpretieren ist und die Risikoprämien

senken sollte. Für alle Anleihen Ecuadors sinken die Spreads, wenn sich Ecuador in nur einer Anleihe glaubwürdig an wirtschaftspolitische Reformen bindet, denn dieser Effekt strahlt auf alle anderen Anleihen aus.

- (3) **Moldawien.** Mitte 2002 restrukturierte Moldawien Anleihen über rund 40 Mio. US-\$. Das Umtauschangebot sah vor, dass die Anleihegläubiger 10% des Nominalwertes der Anleihen in bar und eine neue Anleihe mit 7-jähriger Laufzeit erhalten sollten. Da der moldawische Eurobonds unter englischem Recht emittiert war, enthielt er CAC und damit eine majority restructuring clause, die dazu genutzt wurde, die Holdout-Gläubiger erfolgreich an das Umtauschangebot zu binden. Die Besonderheit dieser Restrukturierung war, dass eine einzelne Asset Management Gesellschaft 78% der ausstehenden Schuld hielt. Der Vermögensverwalter hatte dem Umtausch zugestimmt, was eine Signalwirkung für die übrigen Anleihegläubiger hatte – sie vermuteten beim Vermögensverwalter einen Informationsvorsprung gegenüber den übrigen Anleihegläubigern (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. 2005).
- (4) **Pakistan.** Ende 1999 unterbreitete Pakistan seinen Anleihegläubigern ein Umtauschangebot über ein Volumen von rund 610 Mio. US-\$ seiner Eurobonds. Getauscht wurde in eine einzelne Tilgungsanleihe mit einer Ruhephase von 3 Jahren, in denen keine Zinsen gezahlt wurden, und einem Nominalzins von 10%. Die alten Anleihetranchen sahen Nominalzinsen zwischen 6 und 11,5% vor. Obwohl die Eurobonds CAC enthielten, entschied sich Pakistan gegen die Einberufung der Gläubiger, denn es sah die Gefahr, dass sich dadurch die Gläubiger koordinieren und das Umtauschangebot insgesamt ablehnen würden. Pakistan gewann mit dem Swapangebot in den ersten drei Jahren der neuen Anleihe einen cash flow von rund 540 Mio. US-\$ und konnte damit einen default präventiv vermeiden (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. 2005).
- (5) **Ukraine.** Die Ukraine unterbreitete ihren Anleihegläubigern im Jahr 2000 ein Umtauschangebot im Volumen von rund 2,3 Mrd. US-\$. Getauscht werden sollte in zwei 7-jährige Tilgungsanleihen mit einer Ruhephase von jeweils 1 Jahr. Zur Wahl

standen eine in Euro denomierte Anleihe mit einem 10%igen Kupon oder eine US-\$ Anleihe mit einem 11%igen Kupon. Damit gewann die Ukraine in den beiden ersten Jahren der neuen Anleihen einen cash flow von rund 1,5 Mrd. US-\$. Drei Tranchen der alten Anleihen waren unter Luxemburger Recht emittiert worden und enthielten damit CAC. Die in Deutschland begebene Anleihe hatte hingegen keine CAC. Der Ukraine gelang es, für alle 4 Anleihen ein einziges Umtauschangebot zu unterbreiten, das von der Majorität der Anleihegläubiger angenommen wurde. Dies wurde nur möglich, weil die drei unter Luxemburger Recht emittierten Anleihen von einigen wenigen Investmentbanken und Hedge Fonds gehalten wurden. Die Anzahl der Gläubiger in der Gläubigerversammlung war damit überschaubar. Einzig die Anleihe unter deutschem Recht war weit gestreut. Deren Halter erschienen hingegen nicht bei der Gläubigerversammlung und es gelang ihnen gleichzeitig auch nicht, sich zu koordinieren und damit als Gruppe zumindest einen Repräsentanten zu entsenden (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. 2005).

Dieses Beispiel zeigt, dass breit gestreute Anleihen wenig Gefahr einer Koordination der Gläubiger bedeuten und ein Angebot auf einer take-it-or-leave-it-Basis durchsetzbar ist und dass das Schuldnerland einen Nutzen daraus ziehen kann. Die These von informellen Einflussmöglichkeiten seitens des Schuldnerlandes auf wenige große Gläubiger kann mit diesem Beispiel gestützt werden. Ebenso wird die These gestützt, dass Banken auch in Zukunft Geschäfte mit dem Land machen wollen und deshalb einem Umtauschangebot zustimmen. Den Hedgefonds darf dieses Verhalten jedoch nicht unterstellt werden. Obwohl kein empirisches Material vorlag, liegt die Vermutung nahe, dass die Hedgefonds die Anleihen der Ukraine mit einem so hohen Diskont am Sekundärmarkt gekauft hatten, dass sie mit dem Umtauschangebot noch immer einen Ertrag erwirtschaften konnten.

- (6) **Uruguay** machte im Jahr 2003 ein Umtauschangebot über 5,4 Mrd. US-\$ pre-default. Enthalten waren alle 45 heimischen und 19 international emittierten Tranchen. Den Investoren wurden 2 Alternativen angeboten: Eine Anleihe wurde mit gleichem Nominalwert und –zinsen, jedoch 5 Jahre längerer Laufzeit als die alten Anleihen ausgestaltet. Die zweite Anleihe war liquider als die Alternativ-

anleihe, ihre Laufzeit lag hingegen bei 7 Jahren. Uruguay gewann dadurch in den ersten beiden Jahren einen cash flow von rund 600 Mio. US-\$. Neben CAC der unter japanischem Recht emittierten Anleihe nutzte Uruguay exit consents, um die Altanleihen illiquide zu machen und den Zugriff der Holdout-Gläubiger auf Sicherheiten zu verwehren. Beide neuen Anleihen enthielten CAC, in die erstmalig eine Innovation der majority restructuring clause in Verbindung mit einer aggregation clause aufgenommen wurde: Diese beiden Klauseln berechtigen eine Majorität der Anleihegläubiger unterhalb der Einstimmigkeit zur Änderung der Zahlungsbedingungen ihrer Tranche. Die Innovation Uruguays lag darin, dass bei einer einzelnen Tranche keine Majorität mehr vorzuliegen brauchte, wenn über alle Anleihetranchen hinweg eine Majorität zur Änderung der Zahlungsbedingungen vorliegen würde (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. 2005). Das Beispiel Uruguays zeigt, dass die Klauseln nicht rigide sind, sondern Flexibilität erlauben. In früheren Anleihen war lediglich für nicht-finanzielle Bedingungen eine Zustimmungsquote unterhalb der Einstimmigkeit möglich. Da Einstimmigkeit für Änderungen in den finanziellen Bedingungen bei breit gestreuten Anleihen ohnehin als kaum erreichbar gilt – Gläubiger mit nur niedrigem Nominalanteil an der Globalanleihe enthalten sich oder erscheinen gar nicht erst zur Abstimmung, sind nicht erreichbar oder Verweigern aus opportunistischen Gründen die Zustimmung –, sind diese Art der Anleihen nur schwer zu restrukturieren. Es gilt überdies: Je niedriger die Zustimmungsschwelle über alle Anleihen hinweg angesetzt wird, desto kleiner wird das soeben beschriebene Risiko.

Im übergeordneten Kontext zu CAC zeigt dieses Beispiel, dass die CAC noch nicht voll ausgereift sind und damit in kommenden Restrukturierungen eine Selektion in effektive und nicht-effektive Klauseln erst noch stattfinden muss. Es liegt die Vermutung nahe, dass der Selektionsprozess noch lange dauern wird.

Die Ergebnisse aus den stattgefundenen Restrukturierungen lassen klare Rückschlüsse für ein aktives Schuldenmanagement zu:

Das mittelfristige Schuldendienstprofil sollte kongruent zum mittelfristigen Staatseinnahmenprofil sein. Dies erhöht die Transparenz der Restrukturierungsstrategie, indem aus den Prognosen zu den Staatseinnahmen ein Schuldennachlass errechnet werden kann. Dies wiederum hilft bei der Lösung von Problemen mit der Bedienung der verschiedenen Gläubigergruppen. Eine fragmentarische Restrukturierung verschleiert eher diese Strategie und führt zu Unsicherheit, was den *rush to the exit* und die Ruhephasen, in denen keine Zinsen gezahlt werden, erhöhen wird. Überdies sind alle Anleiheklassen in diese Strategie miteinzubeziehen: kurz-, mittel- und langfristige Tranchen sind genauso wie die auf den heimischen und internationalen Finanzmärkten in Fremd- und Lokalwährung emittierten Anleihen zu berücksichtigen. In den untersuchten Fällen ist die Restrukturierung in der pre-default-Phase in kürzerer Zeit abgeschlossen worden als post-default und zudem mit niedrigeren haircuts für die Gläubiger. Dies unterstützt sowohl die These, dass Schuldner und Gläubiger Interesse daran haben, eine Finanzkrise zu vermeiden als auch die These, dass ein aktives Schuldenmanagement präventiven Charakter aufweist und pre-default steuernd eingreifen kann. Gleichwohl bleibt die Frage zu beantworten, ob die relativ zum post-default niedrigeren haircuts mittelfristig zu einer tragfähigen Verschuldung führen werden und die gefundene Lösung damit dauerhaft sei. Dem entgegen steht die These, dass das Schuldnerland post-default eine stärkere Verhandlungsposition hat und stets mit einer take-it-or-leave-it-Strategie drohen kann; insofern sind post-default höhere haircuts zu erwarten und damit ein tragfähigeres Verschuldungsniveau erreichbar. In den Fällen Pakistans und der Ukraine haben die pre-default-Swaps bei der debt-to-GDP-ratio zu einem Abwärts-pfad geführt, was die These stützt, dass auch pre-default Swaps zu einer mittelfristig tragfähigen Verschuldung führen können (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. S. 36). Die debt-to-GDP-ratio Uruguays fiel nach der Restrukturierung nur marginal und stützt damit nicht die These, pre-default eine tragfähige Verschuldung zu erreichen. In beiden Fällen, in denen post-default die Restrukturierungen erfolgreich beendet wurden – Russland und Ecuador – wurde eine signifikante Senkung der debt-to-GDP-ratio erreicht.

Holdout-Gläubiger, die den Klageweg bei einer Restrukturierung beschritten, waren lediglich in Argentinien ein Problem. Alle anderen Restrukturierungen konnten ohne

Behinderung durch Holdout-Gläubiger abgeschlossen werden. Gleichwohl besteht über exit consents eine effiziente Strategie, um den Holdout-Gläubigern einen Anreiz zu bieten, einem Restrukturierungsangebot zuzustimmen.

Es scheint keine Klarheit über den Prozess der Restrukturierung zu geben: Alle 7 untersuchten Länder haben eine andere Vorgehensweise für ihre Restrukturierung gewählt. Dies zeigte sich darin, dass die Restrukturierung der Verschuldung teilweise vor der Krise und zum Teil erst post-default begonnen wurde, der Informationsfluss ineffizient verlief, eine effektive Koordination der Gläubigergruppen nur schwer zustande kam und Unsicherheit darüber herrschte, zu welchen Konditionen der IWF bereit war, eine Restrukturierung zu akzeptieren. Die Anleihekurse sinken, wenn das Schuldnerland den Verhandlungsbeginn verzögert oder Verhandlungen vertagt. Gleichzeitig sieht sich das Schuldnerland ökonomischen Anpassungskosten, Reputationskosten auf den internationalen Finanzmärkten und drohenden Klagewellen gegenüber, sodass es einen Anreiz hat, die Verhandlungen nicht zu verzögern. Mit einer Verzögerung könnte es hingegen Zeit gewinnen, ohne eine Restrukturierung die Finanzkrise zu überwinden.

6.5.2. *Überbrückungskredite und Prolongationen*

Überbrückungskredite sind Vereinbarungen zwischen dem Schuldnerland und einem oder mehreren Kreditgebern über die befristete, meist kurzzeitige, Bereitstellung finanzieller Mittel. Diese Interimslösung soll eine Brücke schlagen zwischen einer Liquiditätskrise und einem mittelfristig tragfähigen Schuldenniveau. Mit diesem Kredit erhält das Schuldnerland kurzfristig finanziellen Spielraum, um beispielsweise einen Bank run zu verhindern oder fällige Schuldendienste zu leisten, und damit einen drohenden default abzuwenden. In der Literatur wird vorgeschlagen, dass in Ergänzung zu einem IWF-Überbrückungskredit der Privatsektor freiwillig finanzielle Mittel in Form von Bankkrediten bereitstellt und damit fällige Verbindlichkeiten prolongiert (vgl. Thimann/Wölfinger et.al. 2005). Gedanklich ist diese Lösung nahe am katalytischen Effekt des IWF, der bereits oben diskutiert wurde, jedoch mit dem Unterschied, dass der katalytische Effekt allgemeine Kapitalzuflüsse in das Schuldnerland induzieren soll,

während Überbrückungskredite drohende Kapitalabflüsse durch äquivalente Kapitalzuflüsse neutralisieren sollen.

An ausgewählten Ländern sollen die Erfahrungen mit Überbrückungskrediten und Prolongationen dargestellt werden:

(1) Südkorea. Vor der Ostasienkrise erlebte Südkorea mehrere Jahre stabilen Wachstums, ausgeglichener Haushaltsbudgets und einer soliden Zahlungsbilanz. Das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer in die Wirtschaftspolitik war hoch, sodass die Spreads auf den internationalen Finanzmärkten für Südkorea niedrig waren. In der Süd-Ostasienkrise sah sich Südkorea lediglich einer Bankenkrise gegenüber, sodass es zu der Erkenntnis kam, dass die Finanzkrise nur vorübergehender Natur und dementsprechend das Instrumentenportfolio hierauf auszurichten sei. Die Banken erlebten einen massiven Abzug ihrer ausländischen Einlagen. Insofern wurde es zur Hauptaufgabe, die Solvenz der heimischen Banken und damit auch den Wert der Gläubiger-Exposures zu erhalten. Ein IWF-Beistandsabkommen konnte die negative Marktstimmung der internationalen Finanzmärkte nicht erfolgreich bekämpfen, sodass die Zentralbanken der großen Gläubigerländer sich koordinierten und Südkorea die Kreditlinien im Interbankenmarkt verlängerten. Diese Interimslösung sollte dazu führen, dass sich ein Zeitfenster öffnete, um die Gläubigerländer zu der Erkenntnis kommen zu lassen, dass ein koordiniertes Angebot zur Prolongation der Bankkredite hinsichtlich der Gläubiger-Exposures kein hohes Risiko in sich bergen würde. Diese Erkenntnis wurde unterstützt, indem Südkorea bewies, dass es erfolgreich Verhandlungen mit einigen wenigen Gläubigerbanken zur Prolongation von Krediten erreichen konnte. Die Regierung startete ein umfangreiches Informationsangebot für Gläubigerbanken in Form von Konferenzen und Road Shows, gleichzeitig appellierten die Gläubigerländer und deren Zentralbanken an die Moral der in ihren Ländern angesiedelten Banken zur Prolongation der Südkorea-Kredite. Da sich die ausländischen Banken nicht nur gut informiert fühlten, sondern sich auch über die Zentralbanken und ihre Regierungen intensiv koordinieren konnten, gelang auf breiter Basis eine Prolongation der Bankkredite. Die Gläubigerbanken hatten erkannt, dass der Wert ihrer Exposures von der Willigkeit zur Prolongation

aller anderen Banken positiv determiniert wurde. Sie haben deshalb ihre Kredite prolongiert (vgl. Thimann/Wölfinger 2005).

- (2) **Brasilien.** Bis Ende 1998 hatte Brasilien aufgrund unsolider Fundamentaldaten ein Beistandsabkommen mit dem IWF abgeschlossen: Niedrige Wachstumsraten fielen mit internen und externen Defiziten zusammen. Die Prolongationszinsen waren aufgrund des Reformdialogs mit dem IWF niedrig. Da die Gläubigerbanken nunmehr erwarteten, zu für sie nachteiligen Konditionen gezwungen zu werden, ihre Kreditlinien zu den brasilianischen Banken weiter offen zu halten, gingen sie den Weg der Freiwilligkeit zu ihren eigenen Bedingungen. Mit Hilfe des IWF entwickelte Brasilien ein Controllingsystem, konnte damit Informationskanäle mit seinen Gläubigerbanken öffnen, ihnen detaillierte Informationen zukommen lassen und einen Dialog der Gläubigerbanken untereinander herbeiführen. Damit war es für die Gläubigerbanken möglich, ein Verständnis für die Lage Brasiliens zu entwickeln und fundierte Erwartungen zu bilden. Die Gläubigerbanken konnten auch die Aktionen der anderen Gläubigerbanken verfolgen und deren Änderungen in den Exposures nachvollziehen. Für einen Zeitraum von 6 Monaten hatten sich die Banken bereiterklärt, die Kredite zu prolongieren. In dieser Zeit blieben die Kapitalzuflüsse, der Wechselkurs und die Währungsreserven konstant. Dies, obwohl die brasilianischen Zinsen signifikant sanken und das Leistungsbilanzdefizit nicht abgebaut werden konnte. In dieser Zeit gelang es Brasilien, seine Krise zu überwinden, und das Land war nicht mehr gezwungen, in den default zu gehen (vgl. Thimann/Wölfinger 2005).

Das Beispiel zeigt, dass erhöhte Transparenz für Gläubiger ein hilfreiches Instrument darstellt, für Überbrückungskredite einen Preis zu finden. Gleichzeitig wird mit der Bereitstellung von Informationen moral hazard reduziert, sodass die Banken die Risikoprämie, die aus einem moral hazard erwächst, senken konnten. Analog zu einem private placement können die Gläubigerbanken mit dem von Brasilien implementierten Controllingsystem das Monitoring ihrer Kredite effizienter überwachen und deshalb die Risiken besser einschätzen. Überdies konnten die Gläubigerbanken entscheidungsrelevante Informationen über den wirtschaftspolitischen Reformkurs Brasiliens erlangen und auf dieser Basis fundierte Erwartungen zu der

Entwicklung der Schuldentragfähigkeit bilden. Gleichzeitig konnte das Koordinierungsproblem gelöst werden, indem den Gläubigerbanken ein Informationskanal geöffnet wurde.

- (3) **Türkei.** Die Türkei erlitt zwischen Ende 2000 und Ende 2001 Kapitalabflüsse von rund 8 Mrd. US-\$. Im dritten Quartal 2001 reduzierten sich die Nettokapitalabflüsse und Mitte Februar 2002 floss kein Kapital netto mehr ab. Analog zu Südkorea und Brasilien hatte auch die Türkei Finanzmittel vom IWF erhalten und bemühte sich um eine Prolongation der bestehenden Kreditlinien mit den Gläubigerbanken. Entscheidend anders als in den beiden vorgenannten Ländern war jedoch, dass die Türkei – bei hoher Verschuldung des türkischen Haushalts – keine bilateralen Finanzierungszusagen über den IWF hinaus erlangen konnte. Es fanden seitens der Gläubigerländer und deren Zentralbanken keine moralischen Appelle an die dortigen Banken statt und die Türkei implementierte ein lediglich schwach ausgeprägtes Controllingsystem ohne Informationsflüsse an die Gläubigerbanken. So wurde beispielsweise keine Liste mit den Gläubigerbanken veröffentlicht, die die Kreditlinien prolongierten (vgl. Thimann/Wölfinger 2005). Insgesamt eignet sich die Türkei als ein Beispiel für ein Misslingen von Prolongationsbemühungen.

Als Schlussfolgerungen hinsichtlich eines aktiven Schuldenmanagements lässt sich feststellen:

Ein Schuldenmanagement hat nicht nur am Anleihemarkt aktiv zu sein, sondern auch den internationalen Bankenmarkt zu berücksichtigen, denn nur von diesen Institutionen können Zwischen- bzw. Überbrückungskredite bereitgestellt werden – freilich nur unter der Voraussetzung, dass Banken und Finanzinstitute über genügend Kapital und Willen verfügen, einem Land diese Unterstützung zu gewähren. Ziel soll es sein, kurzfristige Überbrückungskredite und deren Prolongationen zu erreichen, wenn es zu exogenen Schocks kommt. Überbrückungskredite können damit zu einem wichtigen Flexibilitätsinstrument werden. Zu den Determinanten, die positiv auf die Erlangung von Prolongationen und Überbrückungskrediten einwirken, gehören ausreichend gute ökonomische Fundamentaldaten und eine Historie hoher Wachstumsraten vor der Krise

(Südkorea), ein IWF-Anpassungsprogramm und die glaubwürdige Ankündigung des Schuldnerlandes, den Reformkurs anzugehen (Südkorea, Brasilien), bilaterale Unterstützung der Gläubigerländer (Brasilien), ein effizientes Krisenmanagement mit einem Controllingsystem, das Informationskanäle zu den Gläubigerbanken offen hält (Südkorea, Brasilien) und eine Liste mit den teilnehmenden Gläubigerbanken (Brasilien).

Die Determinanten, die negativ auf den Erfolg von Prolongationsabkommen einwirken, sind fehlendes Vertrauen der Gläubigerbanken, dass sich das Schuldnerland stabilisiert und zurück auf den Wachstumspfad gelangt (Türkei), signifikante Nettokapitalabflüsse vor dem Prolongationsabkommen (Brasilien) und schlechte Nachrichten von anderen Schwellenländern (Südkorea, Brasilien, Türkei).

Um einen signifikanten Nettokapitalabfluss vor dem Prolongationsabkommen zu verhindern, ist eine zeitnahe Reaktion notwendig. Während die Verantwortung für die zeitliche Organisation beim Schuldnerland liegt, scheinen begleitende Maßnahmen des IWF unabdingbar zu sein. Der IWF hat die Kapazitäten, schnell valide Informationen zu sammeln und sie weiterzugeben, das statistische Material der verschiedenen Quellen zu synchronisieren und anzupassen, auf Fragen seitens der Gläubiger qualitativ hochwertig und objektiv zu antworten und Probleme im Schuldnerland und auf den internationalen Finanzmärkten frühzeitig zu identifizieren. Diese Kapazitäten sollten von einem Schuldnerland und seinen Gläubigern zeitnah genutzt werden. Dabei kann auch die Schuldenagentur einige der beschriebenen Aufgaben übernehmen. Kritisch zu hinterfragen ist hierbei lediglich, inwiefern die Finanzmarktakteure den Informationen einer Schuldenagentur Glauben schenken. Der IWF als eine neutrale dritte Partei genießt hier sicherlich höheres Vertrauen auf den internationalen Finanzmärkten.

Das Schuldnerland hat sich klar und glaubwürdig an ein IWF-Anpassungsprogramm zu binden, um das Vertrauen der internationalen Finanzmärkte wiederherzustellen und es zu behalten. Die IWF-Programme sollten Konsistenz zwischen privater Finanzierung und dem mittelfristig tragfähigen Schuldeniveau herstellen. Als Nebenbedingung sollten die möglichen Konsequenzen aufgezeigt werden, wenn das Prolongationsab-

kommen nicht zustande kommt: weitere Reformen im Schuldnerland, Reduzierung der IWF-Finanzmittel oder Moratorium.

Da die Kapitalabflüsse durch Auslaufen der kurzfristigen Kredite den Bedarf an Prolongationen determinieren, ist ein Controllingsystem aufzubauen, das nicht so sehr auf die mittel- und langfristigen Kapitalabflüsse ausgerichtet ist, sondern der besonderen Bedeutung der kurzfristigen Liquidität Rechnung trägt. Hierbei ist der Trend zur Verbriefung von Verbindlichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten zu berücksichtigen. Somit geht es im Fall einer Liquiditätskrise immer weniger um die Prolongation schon bestehender Kreditlinien als vielmehr um die Substitution der Anleiheverbindlichkeiten gegen Kreditlinien zur Verhinderung einer Insolvenz. Diese Kreditlinien auszuhandeln ist eine Aufgabe, die klar bei einem Schuldenbüro/-agentur angesiedelt ist. Ein Schuldenbüro/-agentur hat dafür zu sorgen, dass es nicht zu den nachfolgend genannten kritischen Momenten kommen kann.

Grundsätzlich haben Gläubigerbanken wenige Anreize, sich an Prolongationsabkommen zu beteiligen, (a) wenn das Schuldnerland sich das Recht vorbehält, jedem einzelnen Prolongationsabkommen erst zuzustimmen. Damit sinkt die Planbarkeit für die Gläubigerbanken und die Unsicherheit zum nächsten Prolongationstermin wächst, was mit steigenden Risiken und Transaktionskosten für die Gläubigerbanken einhergeht. (b) Wenn nur wenige Informationen an die Gläubigerbanken weitergegeben werden, fällt es den Gläubigerbanken schwer, sich gegenseitig zu identifizieren, sich untereinander zu koordinieren oder eine Interessengruppe zu bilden. (c) Wenn Unsicherheit darüber herrscht, welche weiteren Möglichkeiten offen stehen, wird ein Prolongationsabkommen nicht zustande kommen. (d) Wenn nicht klar ist, welche moralischen Appellen an die Gläubigerbanken gerichtet werden. Es gibt wenig Hinweise darauf, dass moralische Appelle der Zentralbanken an die Geschäftsbanken in ihrem Einflussbereich signifikante Verhaltensänderungen bewirkt hätten. Gleichwohl bringen Banken immer wieder ihre Erwartung zum Ausdruck, nicht zu einem Abkommen gezwungen zu werden. Dies kann als Hinweis darauf interpretiert werden, zumindest sensibel gegenüber moralischen Appellen zu sein (vgl. Thimann/Wölfinger 2005).

6.5.3. *Lokalwährungsanleihen*

Seit den 90er Jahren gab es mehrere Phasen, in denen globale Ereignisse oder Finanzkrisen in einem Schwellenland (EM – Emerging Markets) auftraten, die dazu führten, dass die Finanzmärkte in Panik gerieten. Dies führte zu signifikanten Sprüngen in den Spreads von Schuldenpapieren aller Schwellenländer (EMD-Spread – Emerging Market Debt-Spread). Ein Spread ist in diesem Zusammenhang der Zinsabstand eines Schuldenpapiers gegenüber einem risikolosen Schuldenpapier – üblicherweise ein Staatspapier eines Emittenten bester Bonität mit nur geringer Ausfallwahrscheinlichkeit. Gemessen werden diese Spreads in Basispunkten, also Hundertstel Prozentpunkten, und sie sind als eine Risikoprämie zu interpretieren. Je höher der Spread ist, desto höher ist die Risikoprämie, die der Markt verlangt.

In der nachfolgenden Grafik sind die Spreads von gehandelten Schwellenländer-Anleihen (EMD-Spreads) und die Fundamentaldaten der Schwellenländer als Ratings (EM-Fundamentaldaten) im Zeitverlauf abgetragen. Die Anleihen der Schwellenländer werden dabei im globalen Emerging Markets Bonds Index (EMBI-G) zusammengefasst. Dies ist ein von der Investmentbank JP Morgan entwickelter Index, der handelbare Staatspapiere der Schwellenländer enthält, die in einer anderen als der heimischen Währung emittiert wurden. Um in dem Index Berücksichtigung zu finden, müssen die handelbaren Staatspapiere eine Restlaufzeit von mehr als einem Jahr und ein ausstehendes Nominalvolumen von mehr als 500 Millionen USD aufweisen.

In den früheren Finanzkrisen sanken die Bewertungen der Anleihen unter ihre Fundamentalwerte. Jedoch dauerten diese Episoden nur bis zu 24 Monaten und der EMBI-G kam auf sein vorheriges Niveau zurück (vgl. Borensztein/Eichengreen/Panizza 2006, S. 7f).

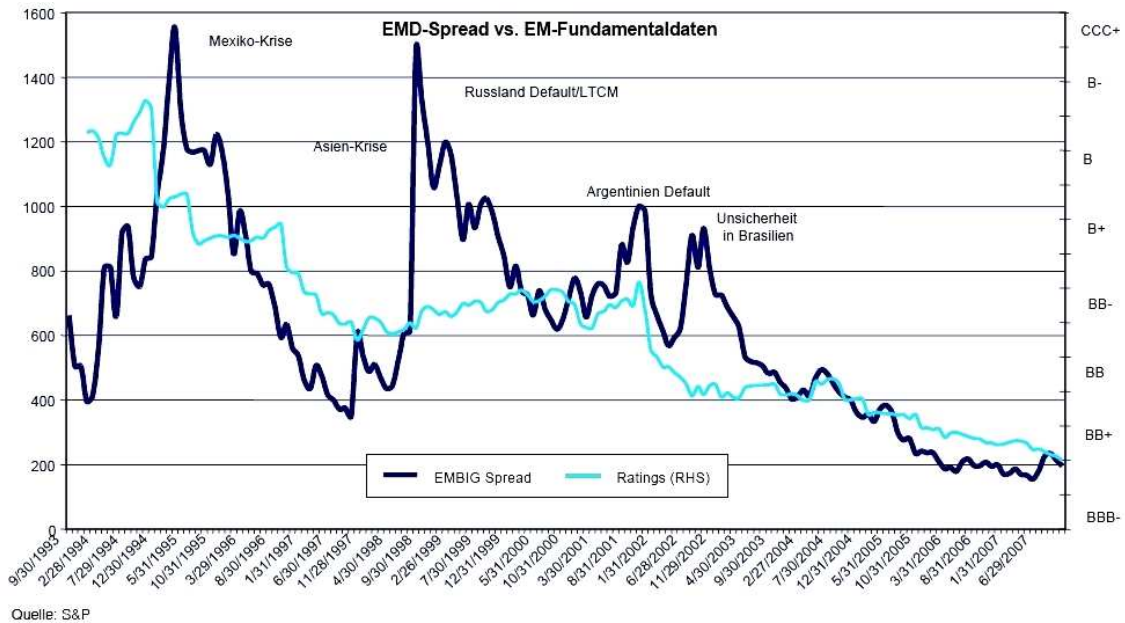


Abbildung 11: EMBI-G-Spreads vs. Fundamentaldaten (sudden stops)
Quelle: JP Morgan Emerging Market Bond Index – Global (EMBIG)

Die Mitte 2007 einsetzende globale Finanzkrise ausgenommen, gab es in den letzten 15 Jahren 5 größere Schwellenländer-Krisen: (1) Tequila-Krise 1994, (2) Süd-Ostasien-Krise 1997, (3) Rußland-Krise 1998, (4) Staatsbankrott Argentiniens 2001 und (5) die Unsicherheit bei den Präsidentschaftswahlen Brasiliens 2002.

In derselben Zeit haben sich die Ratings der Schwellenländer nahezu kontinuierlich verbessert. Sie stiegen von im Durchschnitt B auf BB+. Damit einher gingen sinkende Spreads für die handelbaren Schuldentitel der Schwellenländer. Die Ratings der Schwellenländer sind zwar noch immer der Kategorie *speculative grade* zuzuordnen, jedoch wird der Abstand zur Kategorie *in default* größer.

Die nachfolgende Abbildung zeigt, dass die Finanzmärkte für Anleihen in Lokalwährung aus den Ländern, die im EMBI-G enthalten sind, seit 2002 von unter 100 Mrd. US-\$ auf knapp 600 Mrd. US-\$ kontinuierlich gewachsen sind. Seit 2005 ist der Lokalwährungsmarkt größer als der Markt für Fremdwährungsschulden.

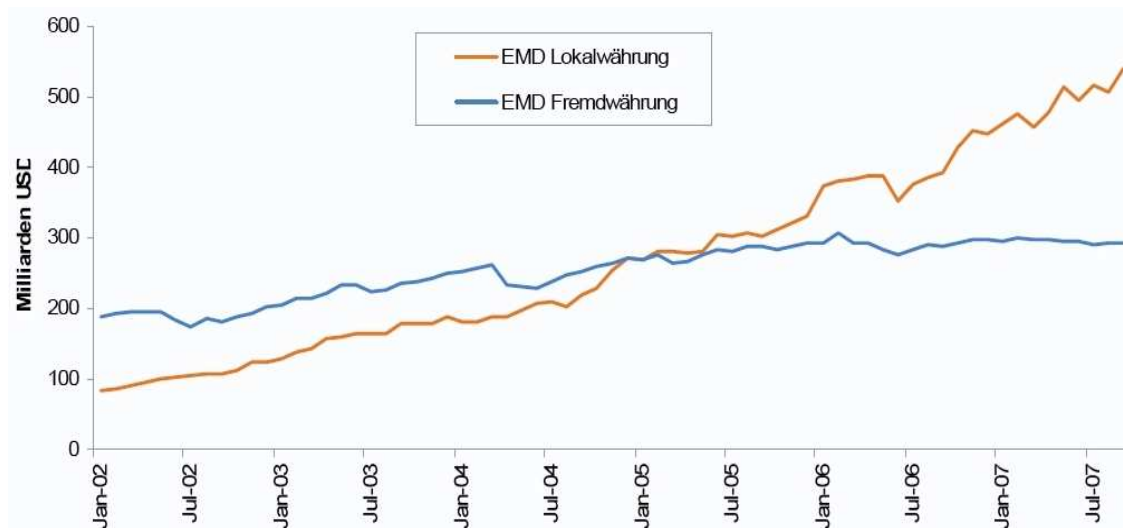


Abbildung 12: Lokalwährungsmärkte in den Schwellenländern

Quelle: JP Morgan Asset Management

Die Laufzeitstruktur der emittierten Anleihen ist nicht aus der Abbildung zu erkennen. Einigen Ländern (Kolumbien, Costa Rica, Tschechische Republik und Peru) ist es gelungen, ihr Laufzeitprofil sowohl in Lokalwährung als auch in Fremdwährung zu verlängern. Länder wie Brasilien, Kolumbien, Mexiko, Peru und Thailand haben das Volumen in Fremdwährung reduziert und das Volumen in Lokalwährung erhöht. Sie haben mehr Anleihen mit einem festen Nominalzins begeben (Brasilien, Indonesien, Peru und Mexiko) und Schuldenswaps wurden mehrfach genutzt (Kolumbien, Mexiko, Tunesien und Uruguay). Insgesamt bleibt das Schuldeniveau hoch.

Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, haben Ungarn, Mexiko und Südafrika ihren Schuldenstand zwischen 1996 und 2005 reduziert (vgl. IMF/Worldbank 2007, S. 6f). Einigen Ländern ist es zudem gelungen, die durchschnittliche Laufzeit der Schuldenpapiere im Schuldenportfolio zu verlängern und den Anteil der Verschuldung in Fremdwährung zu reduzieren.

Ziel eines jeden Landes sollte es sein, seine Gesamtverschuldung kontinuierlich auf ein tragfähiges Niveau abzusenken und es dort zu halten. Dies schließt nicht aus, dass mit steigenden Vermögenswerten auch die Verschuldung steigen darf. Daneben sollte es Ziel sein, (a) den Anteil an Fremdwährungsschuld zu verringern und (b) die durchschnittliche Laufzeit der Schuldenpapiere im Schuldenportfolio zu verlängern.

Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, ist es im Zeitraum 1996 bis 2005 Ungarn, Mexiko und Südafrika gelungen, ihre Gesamtverschuldung signifikant zu senken. Den Schuldenstand in Fremdwährung haben im gleichen Zeitraum Brasilien, Kolumbien, Ungarn, Mexiko, Polen, Thailand und die Türkei senken können. Die Länder Brasilien, die Tschechische Republik, Indien, Malaysia, Mexiko, Polen und die Türkei haben auch den Bestand an kurzfristiger Verschuldung im Betrachtungszeitraum gesenkt.

	Gesamtverschuldung (debt-to-GDP-ratio)		davon: Fremdwährung (in % der marktfähigen Schulden)		kurzfristig (in % der marktfähigen Schuld)	
	1996	2005	1996	2005	1996	2005
Brasilien	33	71	48	14	57	22
Kolumbien	28	46	30	25	0	6
Tschechische Rep.	n.a.	26	13	13	56	16
Ungarn	72	61	30	26	15	22
Indien	69	83	0	0	19	3
Indonesien	n.a.	47	n.a.	6	0	0
Malaysien	36	44	5	7	5	2
Mexiko	35	3	67	29	29	23
Philippinen	n.a.	63	16	34	5	29
Polen	42	48	27	22	42	8
Südafrika	44	34	3	10	6	6
Thailand	14	46	49	7	0	24
Türkei	n.a.	69	31	37	60	7

Tabelle 10: Höhe und Struktur der üblichen Schulden (ausgewählte Länder)

Quelle: IMF/Worldbank (2007), S. 7.

Brasilien, Kolumbien und Uruguay waren zwischen 2003 und 2005 die ersten Schwellenländer, denen es gelang, auf den internationalen Finanzmärkten eine Anleihe in ihren eigenen Währungen mit Laufzeiten bis 2016 zu emittieren (vgl. Borensztein/Eichengreen/Panizza 2006, S. 10). Die Spreads auf dem Primärmarkt lagen für Kolumbien bei der Emission im November 2004 50 Basispunkte unter einer vergleichbaren Anleihe kolumbianischer Jurisdiktion; die Anleihe Brasiliens lag sogar 250 Basispunkte unterhalb einer vergleichbaren Anleihe brasilianischer Jurisdiktion (vgl. Tovar 2005).

Grundsätzlich weichen die Schwellenländer auf Fremdwährungsanleihen aus, weil sie devisen für Importe benötigen oder eine Emission in Lokalwährung mit hohen Kosten verbunden ist: Verfestigte Inflationserwartungen und die Kombination aus schwachen Gläubigerrechten mit Erwartungen von Kapitalverkehrskontrollen führen zu hohen Spreads einer Emission in Lokalwährung auf dem heimischen Markt.

Wenn für ausländische Investoren der Zugang zum heimischen Anleihemarkt erschwert ist, bietet sich als Strategie an, die Anleihe zu den Investoren zu bringen anstatt die Investoren ins Land zu holen. Gleichwohl sollten die Politiker mittelfristig Reformen auf den Weg bringen, die die Inflation kontrollierbar und Kapitalverkehrskontrollen überflüssig machen, sowie Gläubigerrechte stärken und die heimischen Kapitalmärkte auf ausländische Investoren vorbereiten. Es ist leicht vorstellbar, dass die eintretenden Investoren neue Anlagemöglichkeiten jenseits einer Anleihe entdecken und somit allein durch die Existenz eines funktionierenden Anleihemarktes Kapitalzuflüsse katalysiert werden. Diese Vermutung ist umso naheliegender, je mehr Unternehmen den Kapitalmarkt für ihre Refinanzierungen nutzen können.

Es besteht jedoch keine Garantie dafür, dass dem eingeschlagenen Weg der Emission von Lokalwährungsanleihen auf den internationalen Finanzmärkten nicht Rückschläge folgen können. Argentinien hatte beispielsweise Mitte der 90er Jahre erfolgreich Lokalwährungsanleihen in New York platzieren können. Zu dieser Zeit war der argentinische Peso an den USD gekoppelt. Das Wechselkursrisiko wurde daher weniger stark gewichtet. Diese Möglichkeit wurde Argentinien wieder genommen, als es in die Finanzkrise geriet. Es hängt somit von der ökonomischen Entwicklung eines Schuldnerlandes ab, ob es Lokalwährungsanleihen auf den internationalen Finanzmärkten emittieren kann.

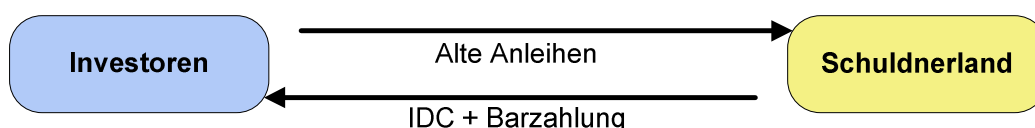
6.5.4. *Interimsanleihen*

Die drei Autoren Bartholomew/Stern/Liuzzi (2002) entwickelten einen Ansatz, wie Restrukturierungen erleichtert werden können, indem der Tausch der unterschiedlichen Anleihetranchen nach Restrukturierungsverhandlungen in neue Anleihen vereinfacht wird durch die Einschaltung einer Interimsanleihe (IDC – Interim Debt Claim).

In einem ersten Schritt unterbreitet die Schuldnerregierung ihren Gläubigern das Angebot, alle alten Anleihen mit allen Fälligkeiten in die IDC zu tauschen. Um den Anreiz zum Umtausch zu erhöhen, wird eine Barzahlung in Höhe der aufgelaufenen Zinsen seit Moratoriumsbeginn zuzüglich einer Beteiligungsprämie angeboten. Hierdurch soll eine möglichst hohe Partizipationsrate bei den Gläubigern und damit eine

Vereinheitlichung der Anleihen erreicht werden. Es erfolgt bei diesem Schritt noch kein haircut. Die Barzahlungen können entweder aus dem gesparten Tilgungsdienst seit Moratoriumsbeginn gegenfinanziert werden oder sie können von multilateralen Gläubigern zwischenfinanziert werden. Ebenso ist vorstellbar, die im vorherigen Abschnitt beschriebenen Kreditlinien und Überbrückungskredite hierfür zu nutzen. Im Ergebnis erhalten die tausenden Gläubiger eine Interimsanleihe, die marktfähig ist. In einem zweiten Schritt wird in eine neue Anleihe mit marktfähigen Konditionen gewandelt. Übrig bleibt in der Regel ein kleiner Rest an nicht gewandelten alten Anleihen, die illiquide und nicht mehr fungibel sind.

1. Schritt: sofort



2. Schritt: 6-24 Monate nach Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit

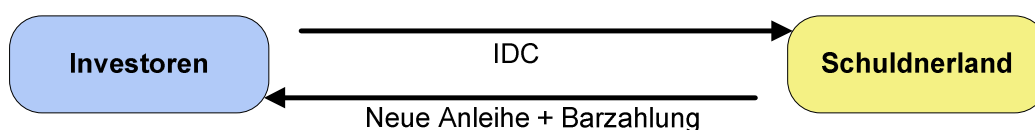


Abbildung 13: Umtauschprozess im marktbasierter Ansatz

Quelle: eigene Darstellung

Die IDC vereint die verschiedenen Emissionen unterschiedlicher Laufzeiten und Nominalzinssätze zu einer einheitlichen Anleihe. Sie ist von nur kurzer Laufzeit, um Anreize zu schaffen, die Restrukturierung schnell abzuschließen und sie ist als Zerobond konstruiert, sodass während der Restrukturierung keine Schuldendienstzahlungen anfallen. Da alle Gläubiger nunmehr nicht für jede einzelne Anleihe Zustimmungsschwellen zu überwinden oder Einstimmigkeit herzustellen haben, umgeht das Konzept das Aggregationsproblem, das auftritt, wenn es mehrere Anleihetranchen gibt. In die IDC werden CAC integriert, um die Restrukturierung effizienter ausgestalten zu können: Mit der collective restructuring clause wird es möglich, dass eine Mehrheit der IDC-Halter den neuen Anleihebedingungen zustimmt und damit eine Minderheit bindet. Eine represen-

tation clause legt die Rahmenbedingungen für die Gläubigerversammlung fest und erleichtert effiziente Verhandlungen über die Konditionen der neuen Anleihe.

Die Interimsanleihe besteht aus zwei Typen von Anleihen: Typ C ist ein hochprozentiger Zerobond (z.B. mit einer jährlichen Verzinsung von 15%), Typ N ist eine Nullkuponanleihe ohne Kapitalisierung, also mit einer Verzinsung von 0% und damit ohne Erträge aus der Anleihe. So kann jede alte Anleihe als Kombination der beiden Typen C und N nachgebildet werden. Ein Beispiel soll dies verdeutlichen:

	Anleihe A		Anleihe B		Anleihe C	
	Nominalwert (in €)	Nominalzins (in %)	Nominalwert (in €)	Nominalzins (in %)	Nominalwert (in €)	Nominalzins (in %)
alte Anleihe	100	12	100	7,5	100	6
tauschen in:						
Typ C (15%)	80	15	50	15	40	15
+						
Typ N (0%)	20	0	50	0	60	0
=	0,8 x 15% + 0,2 x 0%		0,5 x 15% + 0,5 x 0%		0,4 x 15% + 0,6 x 0%	
IDC	100	12	100	7,5	100	6

Tabelle 11: Kombinationen aus IDCs

Quelle: Bartholomew/Stern/Liuzzi (2002)

Nachdem die Gläubiger die Interimsanleihe erhalten haben und die Restrukturierungsverhandlungen abgeschlossen sind, wird in einem zweiten Schritt die Interimsanleihe in die neue Anleihe getauscht. Dieser Schritt steht auch den Holdout-Gläubigern offen, die den ersten Schritt nicht mitgemacht hatten; jedoch erhalten sie weder nachträglich die Barzahlung aus dem ersten Schritt noch können sie gegen die Majorität der Gläubiger Bedingungen durchsetzen. Das Problem mit den Holdout-Gläubigern wird dadurch deutlich abgemildert, da sie sich im ersten Schritt bereits separierten und in den Verhandlungen somit nicht dabei sind: Sollte ein Holdout-Gläubiger opportunistisch den ersten Schritt mitmachen, so ist er als IDC-Halter in den Verhandlungen nicht mehr in der Lage, seine ursprünglichen Interessen durchzusetzen, denn über die in der IDC enthaltene sharing clause ist er nun gezwungen, jegliche Sonderzahlung mit allen anderen

Gläubigern zu teilen. Der potenzielle Holdout-Gläubiger tauscht also im ersten Schritt gar nicht in die Interimsanleihe.

Die Autoren schlagen vor, dass die Restrukturierung von einem Reformprogramm begleitet wird, das der IWF zusammen mit dem Schuldnerland ausarbeitet. Dieses braucht beim ersten Schritt noch nicht vorzuliegen, hingegen wird auf Basis dieses Reformprogramms der Marktwert der neuen Anleihe und damit auch der haircut berechnet. Spätestens zum zweiten Schritt muss demnach das Reformprogramm vom Schuldnerland akzeptiert worden sein.

Im Ergebnis werden Verhandlungen effizienter, denn die Interessenheterogenität nimmt ab und der Verhandlungszeitraum dürfte kürzer werden. Gleichzeitig führen die beiden IDC-Typen dazu, dass sämtliche Altanleihen in den IDC abgebildet werden können, womit im ersten Schritt keine haircuts verbunden sind. Dies dürfte eine hohe Partizipationsrate zur Folge haben. Sobald sich die restrukturierungswilligen Gläubiger von den Holdout-Gläubigern selektiert haben, können die Verhandlungen in überschaubarer Zeit durchgeführt werden. Im zweiten Schritt wird nur noch die IDC in eine neue Anleihe getauscht; damit entfallen die diversen Verzweigungen, welche Altanleihen in welche neuen Anleihen getauscht werden können, um für alle Gläubiger den gleichen haircut sicherzustellen. Insgesamt wird die Restrukturierung damit geordneter und einfacher. Sowohl der Tausch der Altanleihe in die Interimsanleihe wie der Tausch der IDC in neue Anleihen gehören in den Aufgabenbereich eines aktiven Schuldenmanagements. Gleichzeitig kann die neue Anleihe marktfähig gemacht werden und als Benchmark-Anleihe fungieren.

6.5.5. Debt-Equity-Swaps

Ein weiteres Instrument des Schuldenmanagements in Restrukturierungsphasen sind Debt-Equity-Swaps (DES). Bereits Mitte der 80er Jahre fanden sie Anwendung in Mexiko, Brasilien, Argentinien, Chile und den Philippinen. Grundsätzlich funktionieren DES nach folgendem Schema:

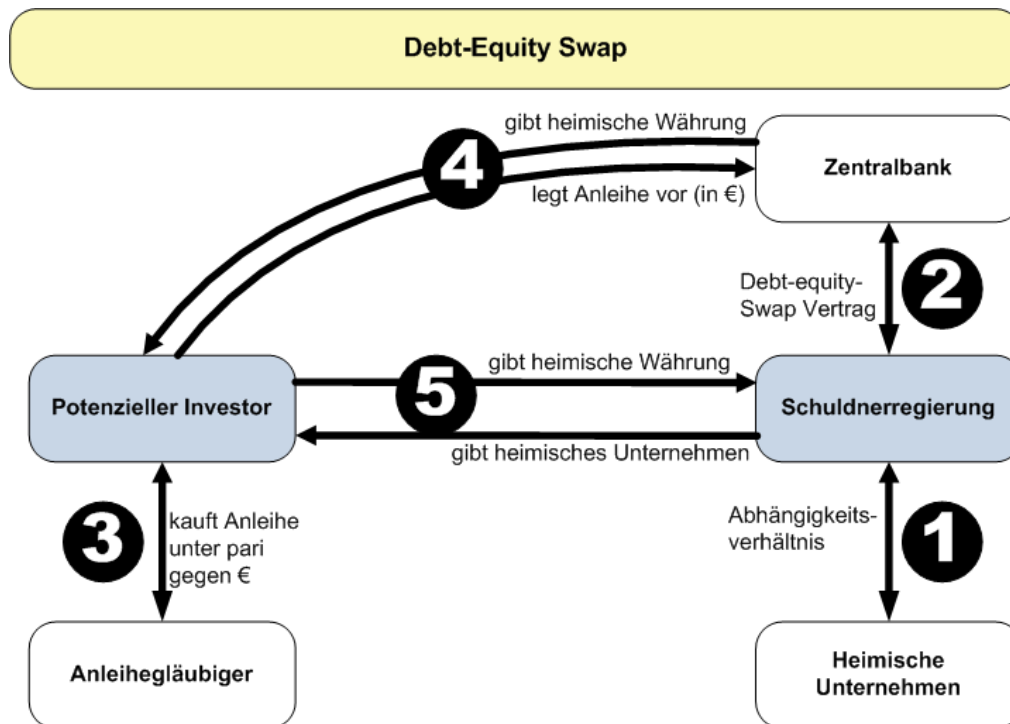


Abbildung 14: Grundstruktur eines Debt-Equity Swaps

Quelle: Eigene Darstellung

- (1) Eine Schuldnerregierung entscheidet, welche heimischen Unternehmen in das Debt-Equity-Swap-Programm aufgenommen werden sollen. Es erwirbt diese Unternehmen am heimischen Kapitalmarkt und wandelt sie in börsenfähige Unternehmen um. Staatsbetriebe können auf diesem Weg privatisiert werden.

Beispiel: Eine Schuldnerregierung wandelt im Rahmen eines Debt-Equity-Swap-Programms den staatseigenen Telekommunikationsanbieter in ein börsenfähiges Unternehmen um. Nominalwert: 2 Mrd. Euro.

- (2) Die Schuldnerregierung schließt mit der heimischen Zentralbank einen Debt-

Equity-Swap-Vertrag ab. Hierin verpflichtet sich die Zentralbank, die Fremdwährungsanleihen, die von den Marktteilnehmern im Rahmen des Debt-Equity-Programmes vorgelegt werden, zu vordefinierten Konditionen gegen heimische Währung anzukaufen. Dafür legt sie einen Umtauschkurs fest.

Beispielsweise erwarten die Schuldnerregierung und die Zentralbank, dass die umlaufenden Schuldenpapiere im Durchschnitt einen Kurs am Sekundärmarkt von 25 % haben werden. Für das Telekommunikationsunternehmen im Wert von 2 Mrd. Euro sind also Schuldenpapiere von nominal 8 Mrd. Euro vorzulegen.

- (3) Das debt-equity-swap-Programm wird veröffentlicht und potenzielle in- wie ausländische Investoren erwerben von den Anleihegläubigern am internationalen Finanzmarkt Nominalwerte im erwünschten Investitionsvolumen. Da dies im Kontext einer Finanzkrise geschieht, sind die Anleihekurse weit unter pari.

Beispiel: Ein europäischer Investor, der nicht Gläubiger der Schuldnerregierung ist, erwägt den Kauf eines Teils des Telekommunikationsunternehmens. Es ist bereit, 500 Mio. Euro zu investieren. Bei einem Anleihekurs am Sekundärmarkt von 25 % erwirbt er damit Anleihen von nominal 2 Mrd. Euro. Damit kann er 25 % am Telekommunikationsunternehmen erwerben.

- (4) Der Investor legt die Fremdwährungsanleihen der Zentralbank des Schuldnerlandes vor. Diese tauscht sie entsprechend den Debt-Equity-Swap-Vertragskonditionen in heimische Währung. Im Beispiel werden der Zentralbank vom Investor Anleihen im Nominalwert von 2 Mrd. Euro vorgelegt, die er am Sekundärmarkt für 500 Mio. Euro gekauft hatte (Anleihekurs 25 %). Die Zentralbank kauft die Anleihen zu dem vorher festgelegten Kurs an. Der Investor erhält heimische Währung.
- (5) Der Investor zahlt an die Schuldnerregierung die von der Zentralbank erhaltene Summe und erwirbt damit einen Anteil am heimischen Unternehmen.

Im Beispiel zahlt der Investor die von der Zentralbank erhaltene Summe an die

Schuldnerregierung. Diese überträgt daraufhin 25 % am Telekommunikationsunternehmen an den Investor.

Im Beispiel hat die Schuldnerregierung ihre Nominalschuld um 8 Mrd. Euro reduziert und ein Unternehmen im Wert von 2 Mrd. Euro an Investoren vergeben. Eingenommen hat sie den Gegenwert von 2 Mrd. Euro in heimischer Währung. Die Währungsreserven der Zentralbank sind um 2 Mrd. Euro gestiegen.

Der konkreten Ausgestaltung eines Debt-Equity-Swap-Programmes sind kaum Grenzen gesetzt. Jedoch sind einige Grundüberlegungen zu berücksichtigen.

(1) Inflationsgefahren: Die Zentralbank verpflichtet sich, alle vorgelegten Anleihen zum vorher festgelegten Wechselkurs gegen heimische Währung anzukaufen. Dies erhöht die heimische Geldmenge, was die Gefahr steigender Inflation erhöht. Um dies zu verhindern, sind Sterilisierungsmaßnahmen der Zentralbank notwendig. Für Schwellenländer liegen empirische Hinweise vor, dass Sterilisierungsmaßnahmen erfolgreich sind (vgl. Lavigne 2008). Wenn ein Debt-Equity-Swap-Programm nicht inflationär wirken soll, ist das Haushaltsdefizit im Schuldnerland genau in dem Ausmaß zu reduzieren oder die Sparneigung der privaten Haushalte zu erhöhen wie die Zentralbank Schulden im Debt-Equity-Swap-Programm aufkauft. Dies kann einfach erfolgen, indem sich im Vertrag zwischen der Schuldnerregierung und der Zentralbank die Schuldnerregierung verpflichtet, das von den Investoren eingesammelte Kapital zur Schuldentilgung der vorgelegten Anleihen zu verwenden und sie nicht dem allgemeinen Staatshaushalt zuzuführen.

(2) Anleihekurse: Unter den Annahmen, dass das Volumen der Auslandsverschuldung mit einem Debt-Equity-Swap-Programm sinkt, die Zentralbank die Inflation über Sterilisierungsmaßnahmen kontrollieren kann und die heimische Unternehmenslandschaft durch ausländische Investoren stabilisiert wird, wird die Bonität des Schuldnerlandes steigen und damit auch deren Anleihekurse an den internationalen Finanzmärkten. Die DES generieren damit positive Externalitäten für die Gläubiger, die daran nicht teilnehmen.

- (3) **Beggar-thy-neighbour-Politik:** Das Debt-Equity-Swap-Programm eines Schuldnerlandes kann so attraktiv ausgestaltet werden, dass es Investoren anzieht, die eigentlich in einem anderen Schuldnerland investieren wollten. Die anderen Schuldnerländer sind von diesen fehlenden Kapitalimporten negativ betroffen, weil dort die Wachstumspotenziale nicht vollumfänglich ausgeschöpft werden können. Unter der Annahme, dass hoch verschuldete Länder ein Debt-Equity-Swap-Programm auflegen, niedrig verschuldete Länder jedoch nicht, tragen sie damit Lasten zugunsten der hoch verschuldeten Länder.
- (4) **Finanzmarkteffizienz:** Unter der Annahme, dass die Schuldnerregierung im Debt-Equity-Swap-Programm Staatsbetriebe privatisiert und sie zumindest teilweise in Streubesitz bringt, steigt die Marktkapitalisierung und –breite. Unter der weiteren Annahme, dass die Zentralbank Sterilisierungsmaßnahmen in Form von Offenermarktgeschäften betreibt, steigen auch die Handelsvolumina am Sekundärmarkt für Anleihen. Beide Finanzmärkte sind von einer sich entwickelnden Finanzmarkt-aufsicht und einem wachsenden Finanzdienstleistungssektor zu begleiten.
- (5) **Arbitragegeschäfte:** Sobald die Zentralbank die Fremdwährungsanleihen in Lokalwährung tauscht, können immer dann Arbitragegewinne für den Vorleger der Anleihen entstehen, wenn der Wechselkurs aus dem Debt-Equity-Swap-Programm höher ist als der offizielle Umtauschkurs. Eine weitere Form von Arbitragegeschäften kann entstehen, wenn Investoren die heimischen Unternehmen, die sie gerade von der Schuldnerregierung erworben haben, sofort an der Börse weiterveräußern. Beide Arbitragegeschäfte sollten möglichst vermieden werden, beispielsweise, indem der Wechselkurs im Debt-Equity-Swap-Programm deutlich unter dem offiziellen Wechselkurs liegt und die erworbenen Aktienpakete erst nach einer Bindungsfrist von mehreren Jahren vom Investor veräußert werden dürfen.

In den 80er Jahren wurden Erfahrungen mit Debt-Equity-Swap-Programmen gemacht. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich ausschließlich um Bankdarlehen und Schuldscheine handelte, die den Regierungen vorgelegt wurden – eine Finanzierung über Anleihen wurde erst mit dem Brady-Plan eingeführt. Aus den praktizierten Debt-

Equity-Swap-Programmen sollen nachfolgend einige grundlegende Rückschlüsse gezogen werden:

Brasilien: Als erstes Schuldnerland versuchte sich Brasilien 1983 an einem Debt-Equity-Swap-Programm. Die Auslandsverschuldung Brasiliens bestand aus Bankdarlehen, die von der Zentralbank Brasiliens in Unternehmensanteile getauscht werden sollten. Die Konditionen wurden so ausgestaltet, dass eine Rückübertragung des Kapitals ins Ausland nicht vor Fälligkeit des ursprünglichen Kredites erfolgen konnte. Gleichzeitig wurde auch die Repatriierung der Unternehmensgewinne bis zur Fälligkeit des ursprünglichen Kredites nur bis zu der Höhe gestattet, wie auch Zinsen auf den ursprünglichen Kredit gezahlt worden wären. Damit wurde sichergestellt, dass das Investment in Unternehmen dem Investment in den Haushalt Brasiliens gleichgestellt war. Ab Mitte 1984 erkannte Brasilien, dass die Kapitalzuflüsse in das Land fast ausschließlich über das Debt-Equity-Swap-Programm erfolgten und überdies die Kapitalzuflüsse nicht signifikant anstiegen. Insofern ist daraus zu folgern, dass es zu einer Reallokation des Kapitals kam und die ursprünglichen Gläubigerbanken ihre Exposures an Investoren, die am Debt-Equity-Swap-Programm interessiert waren, weiterverkauft hatten. Diese Investoren suchten nun nicht mehr auf dem normalen Weg Zugang zu Brasilien. Brasilien begegnete diesem Problem in der Weise, dass das Debt-Equity-Swap-Programm nur noch den originären Gläubigerbanken offenstand (vgl. Blackwell/Nocera 1989, S. 314).

Das Beispiel Brasilien hinterlässt den Eindruck als hätte die Regierung nur sekundär ein Interesse daran gehabt, mit dem Debt-Equity-Swap-Programm seine Auslandsverschuldung zu reduzieren. Anscheinend ging es der brasilianischen Regierung primär darum, weitere Kapitalzuflüsse aus dem Ausland zu attrahieren. Als offensichtlich wurde, dass dieses Ziel nicht erreicht werden konnte, wurde das Debt-Equity-Swap-Programm zu Ungunsten der Marktteilnehmer angepasst. Dies dürfte zu Glaubwürdigkeitsverlusten führen. Wenn Brasilien als Ziel gehabt hätte, die Auslandsschulden zu verringern, wäre es irrelevant, wer die Gläubigerpapiere vorlegt – die ursprünglichen Gläubiger oder neue Gläubiger, die nur den Altgläubigern die Papiere abgekauft hatten.

Der Staatshaushalt Brasiliens wäre um den Schuldendienst auf einen Teil der Auslandsverschuldung entlastet und die Regierung hätte sich damit für die Zukunft einen größeren fiskalpolitischen Spielraum erkaufte. Nunmehr hatte Brasilien nur die Möglichkeit, Netto-Kapitalzuflüsse auf anderem Wege aus dem Ausland zu attrahieren und die Devisenreserven für die Bedienung der Auslandsverschuldung zu verwenden.

Mit einem Debt-Equity-Swap-Programm wachsen die Devisenreserven und gleichzeitig sinkt die nominale Auslandsverschuldung. Ohne ein solches Programm fließen der Zentralbank zwar die Devisen zu, aber die nominale Auslandsverschuldung der Regierung sinkt nicht. Im Vergleich zu einem Debt-Equity-Swap-Programm, in dem automatisch die Auslandsverschuldung sinkt, ist von der Regierung eine zusätzliche Entscheidung über die Verwendung der Devisenreserven zu treffen. Die Zentralbank wird üblicherweise darauf hinweisen, dass Devisenreserven geeignet sind, sich gegen exogene Schocks abzusichern bzw. diese abzufedern. Es dürfte zu langwierigen Verhandlungen darüber kommen, ob die Devisenreserven für eine außerplanmäßige Schuldentilgung oder Schuldenrückkäufe verwendet werden sollen.

Argentinien: Ende 1984 entwickelte Argentinien ebenfalls ein Debt-Equity-Swap-Programm. Die Regierung tauschte allen Vorlegern zuvor ausgewählte Darlehensklassen in Schuldscheine, die dazu berechtigten, Unternehmensanteile von der argentinischen Regierung in einer Fall-zu-Fall-Entscheidung zu erwerben. Das Programm wurde nach einer kurzen Einführungsphase gestoppt, weil es zur Substitution der normalen Kapitalzuflüsse kam. 1987 lebte ein neues Programm auf, in dem zusätzlich zum Nominalwert der getauschten Schulden der gleiche Betrag oben drauf gesattelt werden musste. Die Konditionen waren den Gläubigern offensichtlich zu unattraktiv, sodass hierfür praktisch keine Nachfrage bestand. Daraufhin besserte Argentinien nach, indem es das Verhältnis von 50:50 von Altschuld zu fresh money auf 70:30 senkte und zusätzlich erlaubte, dass das fresh money auch heimische Währung sein durfte. Diese Konditionen führten zumindest zu einer kleinen Nachfrage (vgl. Blackwell/Nocera 1989, S. 314).

Das Beispiel Argentinien hinterlässt ebenfalls den Eindruck, dass die Regierung auf die Aktionen der Finanzmarktteilnehmer reagierte anstatt zu agieren. Obwohl kaum

Erfahrungen mit Debt-Equity-Swap-Programmen vorlagen, so ist zu erwarten, dass einem Debt-Equity-Swap-Programm eine fundierte theoretische Analyse vorangestellt wird. Hiervon scheint Argentinien Abstand genommen zu haben. Während Brasilien keinen Zweitversuch wagte, wie die Substitution bei den Kapitalzuflüssen gestoppt werden konnte, ist dies Argentinien zugute zu halten. Die Variation der Verhältnisse von Altschuld zu fresh money scheint zudem aber nach dem try-and-error-Verfahren gewählt worden zu sein und weniger aufgrund einer fundierten Analyse. Auch hier schien es an einer klaren Strategie zu fehlen.

Chile: Anfang 1985 legte die chilenische Regierung ein zweistufiges Debt-Equity-Swap-Programm auf. In der ersten Stufe hielt die chilenische Zentralbank eine monatliche Auktion ab, in der die lokalen Banken um das Recht bieten konnten, ein begrenztes Volumen der chilenischen Auslandsschulden in heimische Währung oder chilenische Vermögenswerte zu tauschen. Durch das auktionierte Volumen sollte die Kontrolle über die Geldmengenausweitung und damit auch der Inflation aus den vorgelegten und zu tauschenden Darlehen behalten werden. Alle Halter von chilenischer Auslandsschuld, auch Inländer, konnten den Banken die Darlehen vorlegen und erhielten dafür Lokalwährung oder chilenische Vermögenswerte, die keinen weiteren Restriktionen unterlagen.

In der zweiten Stufe war es nur ausländischen Haltern der chilenischen Verschuldung erlaubt, diese bei der chilenischen Zentralbank in Unternehmensanteile zu tauschen (vgl. Blackwell/ Nocera 1989, S. 313).

Philippinen: Mitte 1986 verfolgten die Philippinen die Strategie, mit einem Debt-Equity-Swap-Programm nicht nur die Schuldenlast zu reduzieren, sondern auch die Kapitalabflüsse wieder in Zuflüsse zu wandeln und Anreize für Direktinvestitionen zu setzen. Dazu wählten sie einen marktbasieren Ansatz: Die vorgelegten Nominaldarlehen wurden um eine Swapgebühr gekürzt, die je nach Verhältnis von Altschuld zu fresh money unterschiedlich hoch ausfiel. Ein potenzieller Investor, der genauso viel frisches Kapital mitbrachte wie er an Altschuld vorlegte, zahlte keine Umtauschgebühr, während die Umtauschgebühr 20% der Altschuld betrug, wenn der potenzielle Investor

ohne neues Kapital tauschen wollte – unter der Annahme, in die präferierten Unternehmen zu investieren. Daneben wurden die Unternehmen, die Eingang in das Debt-Equity-Swap-Programm finden sollten, in die beiden Kategorien „präferiert“ und „nicht-präferiert“ unterteilt. Sollte in die nicht-präferierten Unternehmen investiert werden, erhöhte sich die maximale Umtauschgebühr auf 24%. So konnte jeder potenzielle Investor selbst die Kombination aus Umtauschgebühr, frischem Kapital und Unternehmen wählen. Die Repatriierung des eingesetzten Kapitals war je nach Unternehmenskategorie nach frühestens 3 Jahren (präferiert) bzw. 5 Jahren (nicht-präferiert) möglich, zwischenzeitlich erwirtschaftete Unternehmensgewinne waren sofort bzw. nach 4 Jahren rückübertragbar. Die Direktinvestitionen aus dem DES durften gleichwohl nur in Unternehmen fließen, wenn die Unternehmensanteile dem philippinischen Staat abgekauft wurden bzw. aus einer Kapitalerhöhung stammten, nicht jedoch von privaten Altaktionären. Auch durften die Finanzmittel nicht dazu verwendet werden, Obligationen der Unternehmen zu kaufen mit Ausnahme von notleidenden Kreditpapieren der staatlichen Finanzinstitutionen.

Nach einer Einführungsphase beschränkte die Regierung die Debt-Equity-Swaps auf Unternehmen, die (a) mindestens 80% ihrer Produkte exportierten und (b) zu einem neuen Exportgut in der Produktpalette des Unternehmens führte, (c) bei denen das Exportgut nicht mit einer Importquote belegt war, (d) bei denen die Privatisierung zu einem Beschäftigungsaufbau in dem Unternehmen führte, (e) der Produktionsprozess arbeitsintensiv war und (f) das Unternehmen in einer strukturschwachen Region lag (vgl. Blackwell/Nocera 1989, S. 316f). An diesem Debt-Equity-Swap-Programm fällt auf, dass die Regierung auch ihre nachgeordneten Körperschaften in das Programm integriert und eine Vorauswahl an Unternehmen getroffen hatte. Unter der Annahme, dass diese Unternehmen ohne das Debt-Equity-Swap-Programm für potenzielle Investoren nicht attraktiv gewesen wären, gelang es der Regierung, auch diese Unternehmen zu privatisieren bzw. ihnen über eine Kapitalerhöhung frisches Kapital zuzuführen. Dies dürfte zu Höherstufungen in deren Bonität führen und damit ihre Kapitalbeschaffungskosten senken. Gleichzeitig verringert sich die philippinische Auslandsverschuldung und über die Privatisierungen kommt frisches Kapital in den philippinischen Haushalt. Auch die Zentralbank gewinnt mit dem frischen Kapital Devisenreserven hinzu, die es

als Sicherheitspuffer gegenüber exogenen Schocks nutzen kann. Gleichwohl führen die angebotenen Devisen der potenziellen Investoren zu einem Inflationsproblem, wenn die Zentralbank die Kapitalzuflüsse nicht sterilisiert.

Kritik an diesem Debt-Equity-Swap-Programm ist seitens der angedachten Strukturpolitik anzubringen. Es ist einerseits im Interesse einer erfolgreichen Wirtschaftspolitik, den Exportsektor und strukturschwache Regionen zu stärken und die Beschäftigung dort zu erhöhen. Andererseits vermittelt das philippinische Debt-Equity-Programm jedoch den Anschein, dass die Regierung dem Debt-Equity-Swap-Programm zu viel aufgebürdet hat.

Die Determinanten einer betriebswirtschaftlichen Investition sind neben dem Kaufpreis eines Unternehmens auch dessen abdiskontierte erwartete Rückflüsse. Abstrahiert vom Diskontierungssatz sind die erwarteten Rückflüsse wiederum abhängig von den erwarteten Umsätzen und der Kostenstruktur des Unternehmens. Es kann angenommen werden, dass Exportunternehmen aufgrund einer attraktiven Kostenstruktur eine Produktionsstätte in relativer Nähe zu ihren Exportmärkten, zumindest aber in der Nähe von Häfen oder anderen wichtigen Verkehrspunkten, wählen. In strukturschwachen Regionen finden viele Unternehmen üblicherweise diese Standortfaktoren nur sehr bedingt vor, sodass sie auf andere Regionen wie Küstenzonen ausweichen.

Indem die philippinische Regierung nur die strukturschwachen Regionen in das Debt-Equity-Programm aufgenommen hat, wurde das Programm relativ unattraktiv für die meisten Investoren. Es kann vermutet werden, dass dies entweder auf politische Gründe oder schlechte wirtschaftspolitische Beratung zurückzuführen war.

Nachfolgend sind die Größenordnungen der verschiedenen Debt-Equity-Programme der Jahre 1983 bis 1987 tabellarisch zusammengefasst.

	Bestand an Auslands-	Debt Swaps (1983-1987)	
	verschuldung (1987)	(in Mrd. US-\$)	(in %)
Argentinien	31,30	0,50	1,60%
Brasilien	78,80	2,20	2,79%
Chile	13,90	3,30	23,74%
Ecuador	5,30	0,13	2,45%
Mexiko	73,70	1,80	2,44%
Philippinen	14,10	0,20	1,42%
Venezuela	26,40	0,00	0,00%
	243,50	8,13	3,34%

Tabelle 12: Auslandsverschuldung und Debt Equity Swaps ausgewählter Länder

Quelle: Blackwell/Nocera (1989)

In der vorstehenden Tabelle ist zu erkennen, dass, gemessen am Volumen, nur Chile nennenswerte Erfolge mit seinem Debt-Equity-Swap-Programm erreichen konnte. Der mangelnde Erfolg bei den anderen Ländern kann darauf zurückgeführt werden, dass den Programmen dieser Länder keine Strategie zugrunde lag, keine Risikobewertungen vorgenommen wurden und es handwerkliche Defizite in der Ausgestaltung der Debt-Equity-Swap-Programme gab. Es kann auch nicht mit Bestimmtheit gesagt werden, ob die Unternehmen in den Debt-Equity-Swap-Programmen womöglich zu teuer angeboten wurden.

6.6. Fazit zum Schuldenmanagement

In diesem Kapitel wurde als ein weiterer Lösungsweg aus der Problematik des Staatsbankrotts die Möglichkeit aufgezeigt, ein nationales Schuldenmanagement zu implementieren.

Damit soll eine Brücke von der kurzfristigen Schuldentragfähigkeit hin zu einer langfristigen Tragfähigkeit geschlagen werden. Die Aspekte, die in Verhandlungen aufgrund von Prognoseunsicherheiten nicht abschließend entschieden werden, werden dem aktiven Schuldenmanagement als Aufgabe oder Ziel vorgegeben.

Vorgelegt wurden in diesem Kapitel die Richtlinien an ein effizientes Schuldenmanagement. Diese wurden vom IWF und der Weltbank erarbeitet und in Pilot-Projekten auf Länderebene umgesetzt. Die Erfahrungen aus den Ländern wurden wiederum genutzt, um die vorgeschlagenen Richtlinien zu verfeinern. Demnach sind die wichtigsten Anforderungen an ein Schuldenmanagement die klare Vorgabe einer Schuldenmanagement-Strategie und deren Ziele. Das Schuldenmanagement ist einzubetten in einen geeigneten Ordnungsrahmen, der von den länderspezifischen Rahmenbedingungen determiniert ist. Innerhalb dieser Organisation ist ein Risikomanagement-System einschließlich sauberer Rechenschaftspflichten zu implementieren. Um die Schuldenfähigkeit eines Landes zu erhöhen, sollte die Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte, insbesondere des Marktes für Staatspapiere eine sehr hohe Priorität haben.

Für den Fall, dass eine Zahlungsunfähigkeit nicht vermieden werden kann, soll das aktive Schuldenmanagement ein geeignetes Instrumentarium nutzen können, um effizient eine Schuldenrestrukturierung voranzutreiben. Das Instrumentarium dafür setzt sich zusammen aus Schuldenswaps, Überbrückungskrediten, Kreditprolongationen, Lokalwährungsanleihen, Interimsanleihen und Debt-Equity-Swap-Programmen.

Im Ergebnis soll das Schuldenmanagement präventiv einer Finanzkrise vorbeugen, gleichzeitig im Fall einer immanent drohenden oder nicht vermeidbaren Zahlungsunfähigkeit jedoch auch ein Instrumentarium vorrätig halten, um schnell die Schulden der Regierung restrukturieren zu können.

7. Schlussbemerkungen

Die Arbeit hat Strategien zur Restrukturierung von Staatsverschuldung in Schwellenländern analysiert. Dabei wurden der marktbasierter, der rechtsbasierter und der vertragsbasierter Ansatz kritisch gewürdigt. Da jeder Ansatz isoliert betrachtet Defizite aufweist, soll die Strategie verfolgt werden, das derzeitige Restrukturierungsregime um die Komponente eines aktiven Schuldenmanagements zu erweitern.

Obwohl es kontinuierliche Fortschritte bei der Entwicklung der Kapitalmärkte in den Schwellenländern gibt, sind sie noch immer nicht tragfähig genug, um die Finanzierungsbedürfnisse der Regierung vollständig zu decken. Eine Verschuldung im Ausland bleibt deshalb auf absehbare Zeit für die meisten Regierungen der einzige Ausweg. Diese erfolgt in normalen Zeiten hauptsächlich über Anleihen. Erst wenn die Zahlungsfähigkeit droht, wird auf bilaterale oder multilaterale Kredite ausgewichen. In der globalen Finanzkrise, die im Jahr 2007 begann, mussten inzwischen eine Reihe von Ländern bi- und multilaterale Kredite aufnehmen, um einen Staatsbankrott abzuwenden. Eine Refinanzierung auf den internationalen Anleihemärkten war für diese Länder nicht mehr möglich und eine Restrukturierung der Anleihebestände erscheint für die nächste Zukunft unausweichlich. Um die Restrukturierung der Anleihebestände zu vereinfachen und dem Schuldnerland schnell wieder den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten zu ermöglichen, wäre es hilfreich gewesen, wenn in den Anleihen entsprechende Klauseln für den Fall eines defaults enthalten gewesen wären. Dies ist jedoch in vielen älteren Anleihen, die teilweise bereits viele Jahre am Markt umlaufen, nicht der Fall.

Jedoch haben die vergangenen Restrukturierungen gezeigt, dass selbst in den Ländern, die bereits Collective Action Clauses in ihren Anleihen integriert hatten, ein marktbasierter Ansatz gewählt und über unilaterale Umtauschangebote verbunden mit exit consents eine Lösung herbeigeführt wurde. Am Beispiel Argentiniens wurde gezeigt, dass diese Lösung ineffizient ist.

Die zukünftigen Restrukturierungen werden zeigen, inwieweit die in Anleihen enthaltenen Collective Action Clauses geeignet sind, eine effiziente Restrukturierung zu gewährleisten – bisher hatten sie sich nicht zu bewähren. Im Nachgang der globalen Finanzkrise der Jahre 2007-09 werden aller Voraussicht nach bei einer Reihe von Ländern die Anleihebestände restrukturiert werden müssen. Ob dies vor der Erklärung der Zahlungsunfähigkeit erfolgt oder erst nach dem Staatsbankrott, wird die nächste Zukunft zeigen.

Vorgeschlagen wird in dieser Arbeit, mit einem aktiven Schuldenmanagement frühzeitig anhand von Benchmarks eine drohende Finanzkrise zu erkennen und gegenzusteuern. Dazu ist eine effiziente Bewertung der Risiken, die im Schuldenportfolio enthalten sind, sicherzustellen. Eine Koordinierung des Schuldenmanagements mit der Fiskal- und Geldpolitik ist nötig, um gemeinsam auf das Ziel der Vermeidung einer Finanzkrise zuzusteuern. Dazu ist das Schuldenmanagement in einen klaren und transparenten Ordnungsrahmen einzubetten. Es ist eine länderspezifische Strategie seitens der Regierung vorzugeben und die nötige instrumentelle Unabhängigkeit zur Beeinflussung des staatlichen Schuldenportfolios herzustellen.

Als ein spezifisches Instrument für eine Restrukturierung wurden Interimsanleihen vorgestellt, die das Ziel verfolgen, die Vielzahl an unterschiedlichen Anleihen zusammenzufassen, sodass es zu effizienten Verhandlungen kommen kann. Da in den Interimsanleihen Collective Action Clauses obligatorisch sind, sollte dies möglich sein.

Als zweites wichtiges Instrument wurden Debt-Equity-Swaps analysiert. Mit ihnen könnte das Schuldenportfolio bereinigt werden, ohne dass die Gläubiger einen zu großen Schuldennachlass geben müssen. Sie erhalten für den Schuldennachlass Unternehmensanteile im Schuldnerland. Die Erfahrungen hiermit in den 80er Jahren waren enttäuschend, was jedoch kein Grund sein sollte, dieses Instrument nicht wieder aufleben zu lassen. In Finanzkrisen ist es inzwischen üblich geworden, Unternehmen des Finanzsektors staatlich zu stützen, wenn sie für das Funktionieren des Finanzsystems nötig sind. Insofern ist eine Regierung in der Lage, mit heimischer Währung zu einem relativ niedrigen Preis während einer Finanzkrise Unternehmensanteile zu erwerben.

Dieses Vermögen kann in Debt-Equity-Swaps ausländischen Schuldnern angedient werden mit dem Ergebnis, dass sich die Auslandsschuld verringert.

In das Instrumentarium für das Tagesgeschäft eines Schuldenmanagements, vor allem aber in der Phase einer Restrukturierung der Staatsverschuldung, gehören kontinuierliche Anleiheemissionen und Schuldenrückkäufe sowie Schuldenswaps und Überbrückungskredite. Mit fortschreitender Entwicklung der heimischen Kapitalmärkte sollte es möglich sein, nicht mehr nur den kurzlaufenden Teil der Zinsstrukturkurve mit diesen Instrumenten zu bedienen, sondern die gesamte Zinsstrukturkurve abzudecken. Lokalwährungsanleihen sind hierbei ein besonders erwähnenswertes Instrument.

Wechselwirkungen zwischen dem Schuldenmanagement und der Geldpolitik werden reduziert, wenn eine Koordination zwischen den beiden Institutionen stattfindet: Die Geldpolitik könnte weiterhin die kurze Seite der Zinsstrukturkurve abdecken und das Schuldenmanagement bietet Instrumente für die mittleren und langen Laufzeiten an. Damit wird eine höhere Kongruenz zwischen der Ausgabenseite der Fiskalpolitik, beispielsweise für Infrastrukturmaßnahmen, und der Einnahmenseite, beispielsweise über langlaufende Anleihen, hergestellt.

Um die gesamte Zinsstrukturkurve abzudecken wird ein funktionierender Primär- und Sekundärmarkt für Staatspapiere notwendig sein. Daneben ist der Bankensektor, ein Markt für Unternehmensanteile und -anleihen, Zahlungsverkehrssysteme, Clearingstellen und eine Finanzmarktaufsicht zu entwickeln. Das übergeordnete Ziel sollte Finanzmarktstabilität sein, sodass die länderspezifische Schuldentragfähigkeit steigen kann.

Als oberstes Ziel sei die zukünftige Vermeidung eines Staatsbankrotts zu nennen.

Literaturverzeichnis

- Aguiar, M., Gopinath, G. (2006):** Defaultable debt, interest rates and the current account. In: *Journal of International Economics* 69 (1), S. 64-83.
- Alesina, A., Prati, Al., Tabellini, G. (1990):** Public confidence and debt management: a model and a case study of Italy. In: Dornbusch, R., Draghi, M. (1990): *Public Debt Management: Theory and History*. New York: Cambridge University Press.
- Arellano, C. (2007):** Default risk and income fluctuations in emerging economies. University of Minnesota and Federal Reserve Bank of Minneapolis. Im Internet: <http://www.econ.umn.edu/~arellano/riskdefault.pdf> (abgerufen am 06.03.08).
- Arellano, D., Ramanarayanan, A. (2006):** Default and the term structure in sovereign bonds. University of Minnesota and Federal Reserve Bank of Minneapolis. Im Internet: <http://www.econ.umn.edu/~arellano/term.pdf> (abgerufen am 06.03.08).
- Arteta, C., Hale, G. (2005):** Are private borrowers hurt by sovereign debt rescheduling? Yale University – Department of Economics. Im Internet: http://www.aeaweb.org/annual_mtg_papers/2006/0108_1300_1303.pdf (abgerufen am 10.03.08).
- Bai, Y., Zhang, J. (2007):** Financial integration and international risk sharing. Im Internet: <http://www.ssc.wisc.edu/econ/workshop/Zhang%20workshop%20paper.pdf> (abgerufen am 06.03.08).
- Balley, N.A., Luft, R.D., Robinson, R.H. (1983):** Exchange participation notes: An approach to the international financial crisis. In: *The international Financial Crisis: An opportunity for constructive action*. Washington: Georgetown University Barnett, D.C.
- Barro, R., Lee, J. (2005):** IMF Programs: who is chosen and what are the effects? In: *Journal of monetary economics*. Bd. 52, 7, S. 1245-1269.
- Bartholomew, E., Liuzzi, A., Stern, E. (2004):** Two-step sovereign debt restructuring: a market-based approach in a world without international bankruptcy law. In: *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 4, S. 859-872.
- Beck, T., Lundberg, M., Majnoni, G. (2006):** Financial intermediary development and growth volatility: Do intermediaries dampen or magnify shocks? In: *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (7), S. 1146-1167.
- Becker, T., Richards, A., Thaicharoen, Y. (2003):** Bond restructuring and moral hazard: are collective action clauses costly? In: *Journal of International Economics*, Bd. 61, S. 127-161.
- Bender, D. ():** The role of financial innovation in solving international debt problems. In: *Economics*. Bd. 39, S. 57-88.
- Benelli, R. (2003):** Do IMF programs boost private capital inflows? The role of program size and policy adjustment. IMF Working Paper WP/03/231. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03231.pdf> (abgerufen am 27.06.08).
- Blackwell, M., Nocera, S. (1989):** Debt-Equity Swaps. In: Frenkel, J.: *Analytical issues in debt*. Washington: International Monetary Fund.

- Blanchard, O. (2000):** Macroeconomics. 2nd Ed. New Jersey: Upper Saddle River.
- Blommestein, H., Santiso, J. (2007):** New strategies for emerging domestic sovereign bond markets. OECD Development centre, Working Paper No. 260. Im Internet: <http://www.oecd.org/dataoecd/20/26/38484748.pdf> (abgerufen am 01.07.08).
- Bolton, P., Jeanne, O. (2005):** Structuring and restructuring sovereign debt: the role of seniority. CEPR Discussion Paper No. 4901. London: Centre for Economic Policy Research.
- Boorman, J. (2002):** Sovereign debt restructuring: where stands the debate? Speech on October 17 at the conference about International Financial Crises: what role for government. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/101702.htm> (abgerufen am 10.03.08).
- Bordo, M., Mody, A., Oomes, N. (2004):** Keeping capital flowing: The role of the IMF. IMF Working Paper WP/04/197. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04197.pdf> (abgerufen am 27.06.08).
- Brownlie, I. (2003):** Principles of public international law. 6th Ed. Oxford: Oxford University Press.
- Buchheit, L.C., Gulati, M.G. (2000):** Exit consents in sovereign bond exchanges. In: UCLA Law Review 59, S. 59-84.
- Buchheit, L.C., Gulati, M.G. (2002):** Sovereign bonds and the collective will. Special paper No. 138 London: School of Economics (Financial Markets Group).
- Buchheit, L.C., Pam, J. (2004):** The hunt for pari passu. In: International Financial Law Review, Vol 23, No. 2.
- Bulow, J., Rogoff, K. (1989):** Sovereign debt: Is to forgive to forget? In: American Economic Review, Vol. 79, S. 43-50.
- Burda, M., Wyplosz, C. (2001):** Makroökonomik – Eine europäische Perspektive. München: Vahlen.
- Catão, L., Sutton, B. (2002):** Sovereign defaults: the role of volatility. IMF Working Paper WP/02/149. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02149.pdf> (abgerufen am 30.3.06).
- Calomiris, C.W., Klingebiel, D., Laeven, L. (2005):** Financial crisis policies and resolution mechanisms: a taxonomy from cross-country experience. In: Systemic financial crises, S. 25-75. Cambridge: Cambridge University Press.
- Calvo, G. (1988):** Servicing the public debt: the role of expectations. In: American Economic Review, Vol. 78, S. 647-661.
- Cassard, M., Folkerts-Landau, D. (1997):** Sovereign debt: Managing the risks. In: Finance & Development. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/12/pdf/cassard.pdf> (abgerufen am 06.08.08).
- Chant, J. (2003):** Financial stability as a policy goal. In: Chant, J., Lai, A., et.al.: Essays on Financial Stability. Bank of Canada Technical Report No. 95. Ottawa: Bank of Canada.
- Cohen, D., Sachs, J. (1982):** LDC borrowing with default risk. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 925, July 1982. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

- Cohen, B. (1989a):** Developing country debt: a middle way. Princeton Essays in International Finance 173. Princeton: Princeton University Press.
- Cohen, B. (1989b):** A global Chapter 11. In: Foreign Policy, Vol. 75, S. 109-127.
- Cole, H., Kehoe, P. (1996):** A self-fulfilling model of Mexico's 1994-1995 debt crisis. In: Journal of International Economics, Vol. 41, S. 309-330.
- Cole, H., Kehoe, P. (1998):** Models of sovereign debt: Partial versus general reputations. In: International Economic Review 39 (1), S. 55-70.
- Cole, H. (2000):** Self-fulfilling debt crises. In: Review of Economic Studies, Vol. 67 (January), S. 91-116.
- Cooper, R.N. (1992):** Economic stabilization and debt in developing countries. Cambridge: The MIT Press.
- Cottarelli, C., Giannini, C. (2002):** Befellows, hostages, or perfect strangers? Global capital markets and the catalytic effect of IMF crisis lending. IMF Working Paper WP/02/193. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02193.pdf> (abgerufen am 26.6.08).
- Credit Suisse First Boston (2004):** Argentina: Getting ready for the updated offer. In: Emerging Markets Sovereign Strategy Focus. October 15, 2004.
- Cuadra, G., Sapriza, H. (2006a):** Sovereign default, interest rates and political uncertainty in emerging markets. Banco de México Working Paper 2006-02. Im Internet: www.banxico.org.mx (abgerufen am 02.02.08).
- Cuadra, G., Sapriza, H. (2006b):** Sovereign default, terms of trade, and interest rates in emerging markets. Banco de México Working Paper 2006-01. Im Internet: www.banxico.org.mx (abgerufen am 02.02.08).
- Currie, E., Dethier, J.-J., Togo, E. (2003):** Institutional arrangements for public debt management. Worldbank Policy Research Working Paper WPS3021. Im Internet: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/TW3P/IB/2003/05/23/000094946_03051404103232/additional/109509322_20041117155518.pdf (abgerufen am 20.7.08).
- Dell, S. (1985):** Crisis management and the international debt problem. In: International Journal, Vol. 40, S. 655-688.
- Dell'Araccia, G. Schnabel, I., Zettelmeyer, J. (2002):** Moral hazard and international crisis lending: a test. IMF Working Paper 02/181. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02181.pdf>. (abgerufen am 23.04.08).
- Denizer, C., Iyigun, M., Owen, A (2002):** Finance and macroeconomic volatility. World Bank Policy Research Working Paper 2487. Im Internet: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2001/01/06/000094946_00121405334688/Rendored/PDF/multi_page.pdf (abgerufen am 10.07.08).
- Detragiache, E., Spilimbergo, A. (2001):** Crises and liquidity: evidence and interpretation. IMF Working Paper WP/01/2. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0102.pdf>. (abgerufen am 18.11.07).
- Deutsche Bundesbank (1999):** Neuere Ansätze zur Beteiligung des Privatsektors an der Lösung internationaler Verschuldungskrisen. In: Deutsche Bundesbank Monatsbericht Dezember 1999. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, S. 33-50.

- Deutsche Bundesbank (2000):** Die Auswirkungen von Finanzmarktkrisen auf die deutschen Wertpapiermärkte. In: Deutsche Bundesbank Monatsbericht April 2000. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, S. 15-31.
- Dhillon, A., Garcia Fronti, J., Ghosal, S. et.al. (2006):** Bargaining and sustainability: The Argentine debt swap of 2005. CSGR Working Paper No. 189/06.
- Díaz Cassou, J., García Herrero, A., Molina Sánchez, L. (2006):** What kind of capital flows does the IMF catalyze and when? Documentos de Trabajo No. 0617. Im Internet: <http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0617e.pdf> (abgerufen am 27.6.08).
- Dixon, L., Wall, D. (2000):** Collective action problems and collective action clauses. In: Financial Stability Review No. 8. London: Bank of England, S. 142-151.
- Dooley, M.P. (1995):** A retrospective on the debt crisis. In: Kenen, P.: Understanding Interdependence: The Economics of the open economy. Princeton: Princeton University Press.
- Dooley, M.P. (2000):** Debt management and crisis in developing countries. In: Journal of Development Economics, Vol. 63, S. 45-58.
- Drage, J., Hovaguimian (2004):** Collective action clauses (CAC): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues. Bank of England Financial Stability Papers. Im Internet: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2004/fsr17art9.pdf> (abgerufen am 20.07.07).
- Eaton, J., Gersovitz, M. (1981):** Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. In: Review of Economic Studies, Vol. 48, No. 2 (April), S. 289-309.
- Eberlei, W. (1999):** Schuldenkrise ärmster Länder gelöst? Die Ergebnisse des Kölner G-7-Gipfels. INEF-Report, Heft 40/1999. Duisburg: Gerhard-Mercator-Universität Duisburg.
- Edwards, S., Larrain, F. (1989):** Debt, adjustment and recovery. Cambridge: Basil Blackwell.
- Eichengreen, B. (1991):** Historical research on international lending and debt. In: Journal of Economic Perspectives 5 (1991), 2, S. 129-169.
- Eichengreen, B. (1999):** Toward a new international financial architecture: a practical post-asia agenda. Washington: IIE.
- Eichengreen, B. (2000a):** Is greater private sector burden sharing impossible? In: Kenen, P. B.: International Monetary Fund: Reforming the international monetary and financial system. Washington: International Monetary Fund.
- Eichengreen, B. (2000b):** The bail-in problem: systematic goals, ad hoc means. NBER Working Paper No. 7653. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. (2003):** Restructuring sovereign debt. In: The Journal of Economic Perspectives 17 (2003), 4, S. 75-98.
- Eichengreen, B., Kletzer, K., Mody, A. (2003):** Crisis resolution: next steps. IMF Working Paper WP/03/196. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03196.pdf> (abgerufen am 27.06.08).
- Eichengreen, B., Kletzer, K., Mody, A. (2004):** Monitoring international borrowers: the IMF's role in bank and bond lending. International Monetary Fund. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/60/pdf/kletze.pdf> (abgerufen am 27.06.08).

- Eichengreen, B., Mody, A. (2000):** What explains changing spreads on emerging market debt? In: Edwards, S.: Capital flows and the emerging economies: theory, evidence, and controversies. Chicago: University of Chicago Press, 2000, S. 107-136.
- Eichengreen, B., Mody, A. (2000a):** Would Collective Action Clauses raise borrowing costs? NBER Working Paper No. 7458. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B., Mody, A. (2000b):** Would Collective Action Clauses raise borrowing costs? An update and additional results. Center for International and Development Economics Research. Paper C00-114. <http://repositories.cdlib.org/iber/cider/C00-114>.
- Eichengreen, B., Mody, A. (2000c):** Bail-Ins, bailouts, and borrowing costs. In: Journal of Econometrics, Vol. 36, S. 205-230.
- Eichengreen, B., Mody, A. (2003):** Is aggregation a problem for sovereign debt restructuring? In: The American Economic Review 93 (2003), 2, S. 80-84.
- Eichengreen, B., Mody, A. (2004):** Do collective action clauses raise borrowing costs. In: The Economic Journal 114 (2004), 495, S. 247-264.
- Eichengreen, B., Portes, R. (1995):** Crisis? What crisis? Orderly workouts for sovereign debtors. London: Centre for Economic Policy Research.
- Esho, N., Sharpe, I.G., Tchou, N. (2004):** Moral hazard and collective action clauses in the Eurobond Market. Australian Prudential Regulation Authority (Sydney). Im Internet: <http://www.fma.org/Chicago/Papers/FMAMoralHazardandCollectiveActionClausesintheEurobondMarket.pdf> (abgerufen am 10.03.08).
- Evrensel, A.Y., Kutan, A.M. (2004):** Testing creditor moral hazard in sovereign bond markets: a unified theoretical approach and empirical evidence. William Davidson Institute Working Paper No. 665. University of Michigan Business School. Im Internet: <http://wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp665.pdf>. (abgerufen am 02.11.07).
- EZB – Europäische Zentralbank (2007):** Financial Stability Review – June 2007. Frankfurt: Europäische Zentralbank.
- Fama, E.F. (1970):** Efficient capital markets: a review of the theory and empirical work. In: The journal of Finance. Bd. 25, S. 383-417.
- Fernandez, R., Rosenthal, R.W. (1990):** Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiations. In: Review of Economic Studies, Vol. 57 (July), S. 331-349.
- Franke, G. (1989):** Economic analysis of debt-equity swaps. In: Vosgerau, H.J.: New institutional arrangements for the world economy. Berlin: Springer. S. 213-233.
- Fry, M. (1992):** Some stabilizing and destabilizing effects of foreign debt accumulation in developing countries. In: Economic Letters, Vol. 39, S. 315-321.
- FTD (2008a):** IWF verzichtet auf Auflagen für Kredite. In: Financial Times Deutschland (31.10.2008, S. 23).
- FTD (2008b):** IWF benötigt Geld für immer mehr Notrufe. In: Financial Times Deutschland (19.11.2008, S. 20).
- FTD (2008c):** Ecuador stellt Zahlung an “Monster” ein. In: Financial Times Deutschland (16.12.2008, S. 18).
- G-7 (1998):** Declaration of G7 finance ministers and central bank governors. www.imf.org.

- G-7 (1999):** Strengthening the international financial architecture Report of G7 finance ministers to the Köln Economic Summit Cologne, 18-20 June, 1999. www.ustreas.gov.
- G-7 (2002):** Action Plan April 20, 2002. www.ustreas.gov.
- G-10 (1996):** The resolution of sovereign liquidity crises. www.bis.org.
- G-10 (1999):** Communiqué of the ministers and governors of the Group of Ten. www.bis.org.
- G-10 (2000):** Communiqué of the ministers and governors of the Group of Ten. www.bis.org.
- G-10 (2002):** Report of the G-10 working group on contractual clauses. www.oecd.org.
- G-22 (1998):** Report of the working group on international financial crises. www.imf.org.
- G-30 (2002):** Key issues in sovereign debt restructuring. Washington: G-30.
- Gallardo, J. (2002):** Sovereign debt workout: The case of Ecuador. World Bank Press Release 02-15-2002. Im Internet:
[http://wbln0018.worldbank.org/LAC/LACInfoClient.nsf/1daa46103229123885256831005ce0eb/be0eff46988157ec85256bc30055f3f3/\\$FILE/JGallardo.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/LAC/LACInfoClient.nsf/1daa46103229123885256831005ce0eb/be0eff46988157ec85256bc30055f3f3/$FILE/JGallardo.pdf)
- Galvis, S.J., Gouraige, G. (1984):** On third world debt. In: Harvard International Law Journal, Vol. 25 (Winter), S. 83-151.
- Gapen, M.T., Gray, D.F., Hoon Lim, C., Xiao, Y. (2005):** Measuring and analyzing sovereign risk with contingent claims. IMF Working Paper WP/05/155. www.imf.org.
- Gelos, G., Sahay, R. Sandleris, G. (2004):** Sovereign borrowing by developing countries: What determines market access? IMF Working Paper WP/04/221. www.imf.org.
- Gelpern, A. (2003a):** How collective action is changing sovereign debt. In: International Financial Law Review 05-03, S. 19-23. Im Internet:
<http://www.iie.com/publications/papers/gelpern0804-2.pdf> (abgerufen am 10.03.08).
- Gelpern, A. (2003b):** Sovereign debt crisis: creditor's rights vs. development. In: The American Society of International Law Proceedings Annual Meeting 2003. Im Internet:
<http://www.iie.com/publications/papers/gelpern0804-3.pdf> (abgerufen am 10.03.08).
- Ghosal, S., Thampanishvong, K. (2007):** Bargaining, moral hazard and sovereign debt crisis. (Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis, School of Economics and Finance, University of St. Andrews, Working Paper Series CDMA 07/11). Fife: St. Andrews.
- Greenspan, A. (1999):** Do efficient markets mitigate financial crises? Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta. Im Internet:
<http://www.federalreserve.gov> (abgerufen am 23.09.2007).
- Grill, W., Perczynski, H. (1992):** Wirtschaftslehre des Kreditwesens. Bad Homburg: Verlag Gehlen.
- Group of 77 (1979):** Arusha Programme for collective self-reliance and framework for negotiations. Reprinted as Annex IV in: Proceedings of the United Nations Conference on Trade and Development, Fifth Session, Manila, Volume I, S. 127-177.
- Gugiatti, M., Richards, A. (2003):** Do collective action clauses influence bond yields? New evidence from emerging markets. Research Discussion Paper 2003-02. Reserve Bank of Australia. Im Internet: <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2003-02.pdf> (abgerufen am 18.02.08).
- Gugiatti, M., Richards, A. (2004):** The use of collective action clauses in New York law Bonds of sovereign borrowers. In: Georgetown Journal of International Law, Vol. 35, 4.

Im Internet: <http://www.law.georgetown.edu/international/documents/gugiatti.pdf> (abgerufen am 18.02.08).

- Gulati, M., Klee, K. (2001):** Sovereign Piracy. In: *The Business Lawyer*, Vol. 56, S. 635-651.
- Hefeker, C. (2002):** Ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten? In: *Wirtschaftsdienst*, Heft 11/2002, S. 684-688.
- Haldane, A.G. (1999):** Private sector involvement in financial crisis: analytics an public approaches. London : Bank of England, *Financial Stability Report 1999*, 7, S. 184-202.
- Haldane, A.G. (2002):** Fixing financial crises. In: *Financial Stability Review (2002)*, 13, S. 157-161. London: Bank of England. www.bankofengland.co.uk (abgerufen am 10.03.08).
- Haldane, A.G., Kruger, M. (2002):** The resolution of international financial crises: private finance and public funds. In: *Bank of Canada Review*. Bank of Canada, S. 3-13.
- Haldane, A.G., Taylor, A. (2003):** Moral hazard: how does IMF lending affect debtor and creditor incentives? In: *Financial Stability Review: June 2003*, S. 122-133. London: Bank of England. www.bankofengland.co.uk (abgerufen am 10.03.08).
- Haldane, A.G., Kruger, M. (2004):** The resolution of international financial crises: an alternative framework. In: Vines, D.: *The IMF and its critics: reform of global financial architecture*. Cambridge: Cambridge University Press, S. 207-224.
- Haldane, A.G., Penalver, A., Saporta, V. (2004):** Optimal collective action clause thresholds. Working Paper No. 249. London: Bank of England. Im Internet: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp249.pdf> (abgerufen am 11.01.07).
- Haldane, A.G., Penalver, A., Saporta, V. (2005):** Analytics of sovereign debt restructuring. In: *Journal of International Economics* 65 (2005), 2, S. 315-333.
- Haldane, A.G.; Scheibe, J. (2004):** IMF lending and creditor moral hazard. Working Paper No. 216. London: Bank of England. Im Internet: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp216.pdf> (abgerufen am 02.07.07).
- Hatchondo, J.C., Martinez, L., Sapriza, H. (2007):** The economics of sovereign defaults. In: *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 93, 2. Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond, S. 163-187.
- Hornbeck, J.F. (2004):** Argentina's sovereign debt restructuring. CRS Report for US-Congress RL32637. Congressional Research Service. October 19, 2004.
- Houben, A., Kakes, J. Schinasi, G. (2004):** Toward a framework for safeguarding financial stability. IMF Working Paper WP/04/101. www.imf.org.
- Hulverscheidt, C. (2001a):** Russland droht Stopp der Hermes-Garantien. In: *Financial Times Deutschland* (2001-01-09), S. 11.
- Hulverscheidt, C. (2001b):** Moskau kürzt Schuldendienst im Januar um neunzig Prozent. In: *Financial Times Deutschland* (2001-02-07), S. 13.
- IDA/IMF (2008):** Republic of Moldova – debt sustainability analysis. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/pdf/dsacr08139.pdf> (abgerufen am 03.07.08).
- IIF (2004):** Principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets. Institute of International Finance.

- IMF (1998):** The Asian crisis: causes and cure. In: Finance & Development. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm> (abgerufen am 6.08.08).
- IMF (1999):** Orderly and effective insolvency procedures – key issues. IMF Legal Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/> (abgerufen am 24.02.2008).
- IMF (2000):** Involving the private sector in the resolution of financial crises - standstills - preliminary considerations. www.imf.org.
- IMF (2001a):** Assessing the determinants and prospects for the pace of market access by countries emerging from crises. IMF Policy Development and Review Department. Im Internet: http://www.imf.org/external/np/pdr/ma/2001/eng/ma_fin.pdf (abgerufen am 12.07.08).
- IMF (2001b):** Assessing the determinants and prospects for the pace of market access by countries emerging from crises – country cases. IMF Policy Development and Review Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/pdr/ma/2001/eng/maco.pdf> (abgerufen am 12.07.08).
- IMF/WB (2001):** Guidelines for public debt management. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf> (abgerufen am 10.07.08).
- IMF/WB (2002):** Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document. Prepared by the staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. Im Internet unter: <http://www.imf.org/external/np/ma/pdebt/2002/eng/pdf/112102.pdf> (abgerufen am 10.07.08).
- IMF (2002a):** Assessing sustainability. International Monetary Fund – Policy Development and Review Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf> (abgerufen am 18.02.08).
- IMF (2002b):** Collective action clauses in sovereign bond contracts - encouraging greater use. International Monetary Fund – Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602a.pdf> (abgerufen am 18.02.08).
- IMF (2002c):** Emerging market developments and finance. In: IMF, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues 2002, December, S. 27-53.
- IMF (2002d):** The design and effectiveness of collective action clauses. International Monetary Fund – Legal Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602.pdf> (abgerufen am 18.02.08).
- IMF (2002e):** The design of the sovereign debt restructuring mechanism - further considerations. www.imf.org.
- IMF (2002f):** Sovereign debt restructurings and the domestic economy – experience in four recent cases. IMF Policy Development and Review Department. www.imf.org
- IMF (2003a):** Amendments to the guidelines for public debt management. International Monetary Fund and World Bank Staff . Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/mfd/pdebt/2003/eng/112503.pdf> (abgerufen am 18.02.08).
- IMF (2003b):** Collective action clauses: recent developments and issues. International Monetary Fund – International Capital Markets, Legal and Policy Development and

Review Departments. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/psi/2003/032503.pdf> (abgerufen am 18.02.08).

- IMF (2003c):** Emerging market developments and financing prospects. IMF Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues 2003, March, S. 34-69.
- IMF (2003d):** Global financial market developments. IMF Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues 2003, September, S. 7-61.
- IMF (2003e):** IMF board discusses possible features of a sovereign debt restructuring mechanism. www.imf.org.
- IMF (2003f):** IMF continues discussion on collective action clauses in sovereign bond contracts. www.imf.org.
- IMF (2003g):** Progress report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution. International Monetary Fund. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/041205.pdf> (abgerufen am 18.02.08).
- IMF (2003h):** Reviewing the process for sovereign debt restructuring within the existing legal framework. www.imf.org.
- IMF (2003i):** The restructuring of sovereign debt - assessing the benefits, risks, and feasibility of aggregating claims. www.imf.org.
- IMF (2003j):** Access to international capital markets for first time sovereign issuers. IMF International Capital Markets Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/icm/2003/eng/111703.pdf> (abgerufen am 12.07.08).
- IMF (2003k):** Access to international capital markets for first time sovereign issuers – country cases. IMF International Capital Markets Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/icm/2003/eng/111703s1.pdf> (abgerufen am 12.07.08).
- IMF (2004a):** Global financial market developments. In: IMF, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues 2004, April, S. 8-76.
- IMF (2004b):** Global financial market developments. In: IMF, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues 2004, September, S. 8-80.
- IMF (2004c):** Progress report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution. www.imf.org.
- IMF (2005a):** Global financial market developments. In: IMF, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues 2005, April, S. 8-61.
- IMF (2005b):** Global financial market developments. In: IMF, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues 2005, September, S. 8-64.
- IMF (2005c):** Progress report on crisis resolution. www.imf.org.
- IMF (2005d):** Argentina: 2005 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Argentina. IMF Country Report No. 05/236. www.imf.org.
- IMF (2005e):** Assessing the determinants and prospects for the pace of market access by countries emerging from crises – further considerations. IMF International Capital Markets Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/030105a.pdf> (abgerufen am 12.07.08).

- IMF (2006):** Global financial system resilience in the face of cyclical challenges. In: IMF, Global Financial Stability Report : Market Developments and Issues 2006, April, S. 1-50.
- IMF (2007):** Staff Report for the 2007 Article IV Consultation with Japan. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07280.pdf> (abgerufen am 04.08.08).
- IMF/WB (2007):** Strengthening debt management practices: Lessons from country experiences and issues going forward. International Monetary Fund and World Bank. www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/032707m.pdf. (abgerufen am 20.03.2008).
- Inter-American Development Bank (2006):** Economic and Social Progress Report 2007. Im Internet: <http://www.iadb.org/res/ipes/2007/Preface.cfm> (abgerufen am 28.07.08).
- JEDH – Joint External Debt Hub.** www.jedh.org.
- Jack, A. (2001):** Russland will bei Schuldendienst Zeit gewinnen. In: Financial Times Deutschland (2001-01-05), S. 13.
- Jappelli, T., Pagano, M. (1993):** Information sharing in credit markets. In: The Journal of Finance 12/93 (Vol. 43, 5), S. 1693-1718.
- Jappelli, T., Pagano, M. (2001):** Information sharing, lending and defaults: cross-country evidence. CSEF Working Paper No. 22, University of Salerno.
- Kamin, S.B. (2002):** Identifying the role of moral hazard in international financial markets. Board of Governors of the Federal Reserve System. FRB International Finance Discussion Paper No. 736.
- Kaminsky, G., Reinhart, C.M. (1999):** The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments-problems. In: The American Economic Review 89 (3), S. 473-500.
- Karrer, A. (2002):** Insolvenzmechanismen für überschuldete Staaten. Bern: Eidgenössische Finanzverwaltung EFV (BWI-Subkommission Sitzung vom 13.09.2002).
- Kletzer, K.M. (1994):** Sovereign Immunity and International Lending. In: Van der Ploeg, F. (1994): The Handbook of International Macroeconomics. Oxford: Blackwell.
- Kletzer, K.M., Wright, B.D. (2000):** Sovereign debt as intertemporal barter. In: American Economic Review 90(3) June: S. 621-639.
- Kletzer, K.M. (2003):** Sovereign bond restructuring: collective action clauses and official crisis intervention. IMF Working Paper WP/03/134. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03134.pdf> (abgerufen am 28.07.08).
- Kletzer, K.M. (2004):** Resolving sovereign debt crises with collective action clauses. In: FRBSF Economic Letter 2004-06. Federal Reserve Bank of San Francisco. Im Internet: <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2004/el2004-06.pdf> (abgerufen am 10.03.08).
- Klingen, C., Weder, B., Zettelmeyer, J. (2004):** How private creditors fared in emerging debt markets, 1970-2000. IMF Working Paper WP/04/13. www.imf.org.
- Koch, R., Hulverscheidt, C. (2001):** Moskau sieht beim Schuldendienst plötzlich keine Probleme mehr. In: Financial Times Deutschland (2001-07-04), S. 11.
- Kohlscheen, E. (2005):** Sovereign risk: constitutions rule. Warwick Economic Research Papers No. 731/2005. University of Warwick.

- Krueger, A.O. (2001):** Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American Enterprise Institute: International financial architecture for 2002: a new approach to sovereign debt restructuring. Washington DC, November 26, 2001. www.imf.org (abgerufen am 03.12.2006).
- Krueger, A.O. (2002a):** A new approach to sovereign debt restructuring. Washington: International Monetary Fund. www.imf.org (abgerufen am 24.02.2003).
- Krueger, A.O. (2002b):** New approaches to sovereign debt restructuring: an update on our thinking. Washington: International Monetary Fund. www.imf.org, (abgerufen am 24.02.2003).
- Krueger, A.O. (2002c):** Sovereign debt restructuring and dispute resolution. Speech at the Bretton Woods Committee Annual Meeting on 06/06/02. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/060602.htm> (abgerufen am 10.09.2004)
- Krueger, A.O. (2003):** Sovereign debt restructuring: Messy or messier? In: The American Economic Review 93, 2, S. 70-74.
- Kruger, M., Messmacher, M. (2004):** Sovereign debt defaults and financing needs. IMF Working Paper WP/04/53. www.imf.org.
- Krugman, P. (1979):** A model of balance of payments crises. In: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11.1979, 3, S. 311-325.
- Kumhof, M. (2004):** Fiscal crisis resolution: Taxation versus inflation. Stanford University. Im Internet: http://www.stanford.edu/~kumhof/taxation_inflation.pdf (abgerufen am 06.03.08).
- Kumhof, M., Tanner, E. (2005):** Government debt: A key role in financial intermediation. IMF Working Paper 05/57. www.imf.org (abgerufen am 06.03.08).
- Lane, T., Phillips, S. (2000):** Does IMF financing result in moral hazard? IMF Working Paper 00/168. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00168.pdf> (abgerufen am 23.4.08).
- Lavigne, R. (2008):** Sterilized intervention in emerging market economies: trends, costs, and risks. Bank of Canada Discussion Paper 2008-4. Im Internet: <http://www.bank-banque-canada.ca/en/res/dp/2008/dp08-4.pdf> (abgerufen am 02.02.08).
- Liu, Y. (2002):** Collective action clauses in international sovereign bonds. IMF Legal Department. Im Internet: <http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/liu.pdf> (abgerufen am 28.07.08).
- Lizarazo, S. (2005a):** Contagion of financial crises in sovereign debt markets. Department of Economics - Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Im Internet: <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-873.pdf> (abgerufen am 06.03.08).
- Lizarazo, S. (2005b):** Sovereign risk and risk averse international investors. Department of Economics - Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Im Internet: <http://www.duke.edu/~svl/LizarazoJobMarketPaper.pdf> (abgerufen am 06.03.08).
- Lopez Sandoval, E.L. (2002):** Sovereign debt restructuring: Should we be worried about Elliott? Harvard University (Harvard Law School). Im Internet: http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/eduardo_sandoval.pdf (abgerufen am 10.03.08).

- Love, I., Mylenko, N. (2003):** Credit reporting and financial constraints. World Bank Policy Research Working Paper 3142. Im Internet: <http://econ.worldbank.org> (abgerufen am 16.02.2006).
- Macmillon, R. (1995):** New lease of life for bondholder councils. Financial Times, 15.08.1995, S. 11.
- Manasse, P., Roubini, N., Schimmelpfennig, A. (2003):** Predicting sovereign debt crises. IMF Working Paper 03/221. Washington: International Monetary Fund. www.imf.org.
- Manasse, P., Roubini, N. (2005):** „Rules of thumb“ for sovereign debt crises. IMF Working Paper WP/05/42. Washington: International Monetary Fund. www.imf.org.
- Mayer, C. (2005):** Wie nähert man sich einem internationalen Insolvenzverfahren für Staaten? In: Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht. Bd. 8-9, S. 454-468.
- Medeiros, C., Polan, M., Ramlogan, P. (2007):** A primer on sovereign debt buybacks and swaps. IMF Working Paper WP/07/58. www.imf.org.
- Melecky, M. (2007):** A cross-country analysis of public debt management strategies. World Bank Policy Research Working Paper 4287. Im Internet: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2007/07/30/000158349_20070730151917/Rendered/PDF/wps4287.pdf (abgerufen am 10.07.08).
- Merlo, A., Wilson, C. (1998):** Efficient delays in a stochastic model of bargaining. In: Economic Theory 11/1998, S. 39-55.
- Merton, R.C. (1974):** On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. In: Journal of Finance 29(2) May: 449–70.
- Miller, M. (2002):** Sovereign debt restructuring: New articles, new contracts – or no change? In: International Economics Policy Briefs, No. PB02-3.
- Miller, M., Garcia-Fronti, J. (2005):** Bargaining and sustainability: a technical note on applying the Merlo-Wilson (1998) model. Im Internet: <http://www.omicron.com.ar/garciafronti/tn.pdf> (abgerufen am 24.02.2008)
- Miller, M., Thomas, D. (2006):** Sovereign debt restructuring: the Judge, the vultures and creditor rights. CSGR Working Paper 202/06. Warwick: Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation.
- Mishkin, F. S. (2002):** The economics of money, banking, and financial markets. 6th ed. Update. Boston: Addison Wesley.
- Mody, A., Saravia, D. (2003):** Catalyzing private capital flows: do IMF-supported programs work as commitment devices? IMF Working Paper WP/03/100. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03100.pdf> (abgerufen am 26.6.08).
- Moody's (2004):** Moody's rating methodology handbook: Sovereign. Im Internet: <http://www.moody's.com> (abgerufen am 10.02.08).
- Müller, J. (2000):** Ethische Kriterien zur Beurteilung von Lösungsansätzen zur Überwindung der Schuldenkrise. In: Dabrowski, M. (Hrsg.), Eschenburg, R. (Hrsg.), Gabriel, K. (Hrsg.): Lösungsstrategien zur Überwindung der Internationalen Schuldenkrise. Berlin: Duncker & Humblot, 2000, S. 55-78.
- Nuscheler, F., Messner, D. (1996):** Global Governance. Herausforderungen an die deutsche Politik an der Schwelle zum 21. Jahrhundert (Stiftung Entwicklung und Frieden, Policy Paper, 2), Bonn.

- Obstfeld, M. (1996):** Models of currency crises with self-fulfilling features. In: *European Economic Review*, Vol. 40.1996, S. 1037-1047.
- Oechsl, C.G. (1981):** Procedural guidelines for renegotiating LDC debts: an analogy to chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, Vol. 21, No. 2 (1981), S. 305-341.
- Ohlin, G. (1976):** Debts, development and default. In: Helleiner, G.K.: *A world divided: the less developed countries in the international economy*. New York: Cambridge University Press.
- Padilla, A.J., Pagano, M. (1997):** Endogenous communication among lenders and entrepreneurial incentives. In: *The Review of Financial Studies* 10 (1), S. 205-236.
- Paladino, G., Stein, J.L. (2001):** Country default risk: an empirical assessment. CESifo Working Paper No. 469. Im Internet: http://www.cesifo-group.de/DocCIDL/cesifo_wp469.PDF (abgerufen am 02.12.07).
- Palmer, F.B. (1900):** *Company precedents*. 8.ed. London: Stevens & Sons.
- Pariser Club (2006):** www.clubdeparis.org.
- Patillo, C., Poirson, H., Ricci, L. (2004):** What are the channels through which external debt affects growth? IMF Working Paper WP/04/15. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0415.pdf> (abgerufen am 01.07.08).
- Paulus, C. (2002):** Staatliche Schuldenregulierung: Verfahren und mögliche Inhalte. Bundesministerium für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung - BMZ spezial Nr. 38. Berlin: BMZ.
- Petas, P., Rahman, R. (1999):** Sovereign bonds – Legal aspects that affect default and recovery. In: *Global Emerging Markets – Debt Strategy*. Deutsche Bank (May), S. 59-78.
- Pfister, U. (2000):** Historische Erfahrungen mit Lösungsstrategien zur Überwindung von Schuldenkrisen. In: Dabrowski, M., Eschenburg, R., Gabriel, K.: *Lösungsstrategien zur Überwindung der Internationalen Schuldenkrise*. Berlin: Duncker & Humblot, 2000, S. 9-34.
- Porzecanski, A. C. (2003):** A critique of sovereign bankruptcy initiatives. In: *Business Economics*, January 2003, S. 39-45.
- Powell, A., Mylenko, N. et al. (2004):** Improving credit information, bank regulation and supervision: On the role and design of public credit registries. World Bank Policy Research Paper 3443. Im Internet: <http://econ.worldbank.org>; abgerufen am 10.12.2004.
- Raffer, K. (2000):** Vor- und Nachteile eines Internationalen Insolvenzrechts. In: Dabrowski, M., Eschenburg, R., Gabriel, K.: *Lösungsstrategien zur Überwindung der Internationalen Schuldenkrise*. Berlin: Duncker & Humblot, 2000, S. 213-238.
- Raspudic Golomejic, Z. (2007):** Coordination of public debt management and running monetary policy in Croatia. In: *Financial Theory and Practice*, Vol. 31,2, S. 153-183. Im Internet: <http://www.ijf.hr/eng/FTP/2007/2/golomejic.pdf> (abgerufen am 10.08.08).
- Reinhardt, H. (1990):** *Internationale Kreditvergabe, Verschuldung und Restrukturierung: Kredittheorie und Marktpraxis*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Reinhart, C. M. (2002):** Default, currency crises and sovereign credit ratings. In: *World Bank Economic Review*, Vol. 16, S. 151-171.

- Reinhart, C.M., Rogoff, K., Savastano, M. (2003):** Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity* 1, S. 1-74.
- Rieffel, A. (1985):** The role of the Paris Club in managing debt problems. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Rieffel, L. (2003):** Restructuring sovereign debt - the case for ad hoc machinery. Washington: Brookings Institution Press.
- Rodrik, D. (1995):** Why is there multilateral lending? NBER Working Paper No 5160.
- Rogoff, K., Zettelmeyer, J. (2002):** Bankruptcy procedures for sovereigns: a history of ideas, 1976-2001. In: *IMF Staff Papers* Vol 49, No. 3, S. 470-507.
- Rohatyn, F. (1983):** A plan for stretching out global debt. In: *Business Week* (02-28-1983).
- Roubini, N. (2002a):** Do we need a new bankruptcy regime? In: *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, S. 321-333.
- Roubini, N. (2002b):** Private sector involvement in crisis resolution and mechanism for dealing with sovereign debt problems. Im Internet: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/fincrisis.pdf> (abgerufen am 28.07.08).
- Roubini, N., Setser, B. (2004):** The reform of the sovereign debt restructuring process: problems, proposed solutions and the Argentine episode. Stern School of Business New York University. Im Internet: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/debtreform.pdf> (abgerufen am 06.07.07).
- Rowland, P. (2004a):** Buyback of Colombian sovereign debt. Banco de la República Colombia – Discussion Papers 331/04. Im Internet: <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra331.pdf> (abgerufen am 30.11.07).
- Rowland, P. (2004b):** Determinants of spread, credit ratings and creditworthiness for emerging market sovereign debt: a follow-up study using pooled data analysis. Borradores de Economía, Banco de la República, Bogotá. Im Internet unter: <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra296.pdf> (abgerufen am 22.03.08).
- Rowland, P., Torres, J.L. (2004):** Determinants of spread and creditworthiness for emerging market sovereign debt: a panel data study, Borradores de Economía, Banco de la República, Bogotá. Im Internet: <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra295.pdf> (abgerufen am 22.03.08).
- Rybak, A., Prause, J. (2001):** Russland bleibt Pariser Club gegenüber säumig. In: *Financial Times Deutschland* (2001-01-11), S. 13.
- Rybak, A. (2001):** Putins Berater wirft russischer Regierung Rowdytum vor. In: *Financial Times Deutschland* v. 18.01.2001, S. 12.
- Sachs, J. (1984):** Theoretical issues in international borrowing. *Princeton Studies in International Finance* No. 54, July 1984.
- Sachs, J. (1988):** Developing country debt. In: Feldstein, M.: *International Economic Cooperation*. Chicago: University of Chicago Press.
- Sachs, J. (1995):** Do we need an international lender of last resort. Frank D. Graham Lecture, Princeton University, April 20, 1995. Im Internet: <http://www.earth.columbia.edu/about/director/pubs/intllr.pdf> (abgerufen am 28.11.06).
- Salmon, F. (2007):** Ecuador's principal reinstatement clause: A reason not to default in February? Roubini Global Economics RGE Analysts' *EconoMonitor*. Im Internet:

http://www.rgemonitor.com/econo-monitor/175698/ecuadors_principal_reinstatement_clause_a_reason_not_to_default_in_february (abgerufen am 10.07.08).

- Schadler, S. Benett, M. et.al. (1995):** IMF conditionality: experience under stand-by and extended arrangements. IMF Occasional Paper No 128.
- Schinasi, G.J. (2004):** Defining Financial Stability. IMF Working Paper WP/04/187. Washington: International Monetary Funds. www.imf.org.
- Seidl-Hohenveldern, I., Loibl, G. (2000):** Das Recht der internationalen Organisationen einschließlich der supranationalen Gemeinschaften. 7. Aufl. Köln: Heymanns.
- Sessions, G.A. (1992):** Prophesying upon the bones: J. Reuben Clark and the foreign debt crisis, 1933-39. Urban and Chicago: University of Illinois Press.
- Sevigny, D. (1990):** The Paris Club: an inside view. Ottawa: North-South Institute.
- Shah, H., Jobst, A.A., Valderrama-Ferrando, L., et.al. (2007):** Public Debt Markets in Central America. IMF Working Paper WP/07/147.
- Sims, C. (2003):** Comments on Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff, and Miguel Savastano, 2003, "Debt Intolerance". In: Brookings Papers on Economic Activity 1, S. 63-66.
- Singh, M. (2003):** Recovery rates from distressed debt - empirical evidence from chapter 11 filings, international litigation, and recent sovereign debt restructurings. IMF Working Paper No. 03/161. www.imf.org.
- Smith, A. (1776):** An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. 1937 Edition. New York: The Modern Library.
- Spadafora, F. (2002):** Financial crises, moral hazard and the speciality of the international interbank market: further evidence from the pricing of syndicated loans to emerging markets. Banca d'Italia Working Paper Nr. 438. Im Internet: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td02/td438_02/td438en/en_Tema_438_02.pdf. (abgerufen am 02.07.07).
- Speyer, B. (2000):** Reform des IWF. Frankfurt: Deutsche Bank Research (Bulletin 2000-11-24). Im Internet: <http://www.dbresearch.de> (abgerufen am 16.06.03).
- Speyer, B.; Lindner, D. (2003):** Internationales Insolvenzrecht – Die Sicht privater Banken. Frankfurt: Deutsche Bank Research (Aktuelle Themen Nr. 262, 2003-04-17). Im Internet: <http://www.dbresearch.de> (abgerufen am 16.06.03).
- Standard & Poor's (2006):** Sovereign credit ratings: a primer. Im Internet: http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/KR_sovereign_APrimer_Eng.pdf (abgerufen am 20.01.08).
- Stiglitz, J.E., Weiss, A. (1992):** Asymmetric Information in credit markets and its implications for macro-economies. Oxford Economic Papers 44, Oxford: S. 694-724.
- Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2005a):** Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings 1998-2005. IMF Working Paper WP/05/137. Washington: International Monetary Funds. www.imf.org.
- Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2005b):** Has the legal threat to sovereign debt restructuring become real? (Working Paper at the Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge). Im Internet unter <http://200.32.4.58/~fsturzen/legal.pdf> (abgerufen am 17.01.07).

- Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2006):** Defaults in the 90s. Learning to deal with crises. Universidad Torcuato Di Tella.
- Sundararajan, V., Dattels, P., Blommestein, H.J. (1997):** Coordinating public debt and monetary management. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Suratgar, D. (1984):** The International Financial System and the management of the international debt crisis. In: Suratgar, D.: Default and Rescheduling: Corporate and sovereign borrowers in difficulty. London: Euromoney Publications, S. 151-161.
- Thimann, C., Wölfinger, R. et.al. (2005):** Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors. ECB Occasional Paper Serie No. 32 / 2005. Im Internet: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp32.pdf> (abgerufen am 01.06.08).
- Tovar, C.E. (2005):** International government debt denominated in local currency: Recent developments in Latin America. BIS Quarterly Review (December): S. 109-118. Im Internet: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512i.pdf (abgerufen am 28.07.08).
- Tsatsaronis, K (1999):** The effect of collective action clauses on sovereign bond yields. In: International Banking and Financial Market Developments. Bank for International Settlements, Third Quarter. Im Internet: http://www.bis.org/publ/r_qt9911.pdf (abgerufen am 20.07.06)
- Turner, P. (2007):** Local currency bond markets in emerging market economies: notes on trends, measurement and policy challenges. Bank for International Settlements G7 Workshop 2007: Developing bond markets in emerging market economies. Im Internet: http://www.bundesbank.de/download/vfz/konferenzen/20070509_10_frankfurt/paper_turner.pdf (abgerufen am 31.03.2008).
- Vitale, G. (1995):** Multilateral sovereign debt restructuring: The Paris Club and the London Club. In: Eichengreen, B., Portes, R. (1995): Crisis? What crisis? Orderly workouts for sovereign debtors. London: Centre for Economic Policy Research, S. 120-134.
- Wagstyl, S. (2000):** Moskau fordert einen großzügigen Schuldenerlass. In: Financial Times Deutschland (2000-05-25), S. 11.
- Waldmann, J. (2000):** Die soziale Implikation der Strukturanpassungspolitik von IWF und Weltbank. In: Dabrowski, M., Eschenburg, R., Gabriel, K.: Lösungsstrategien zur Überwindung der Internationalen Schuldenkrise. Berlin: Duncker & Humblot, 2000, S. 151-170.
- Weinert, R.S. (1983):** Banks and bankruptcy. In: Foreign Policy, No. 50.
- Williamson, J. (1985):** On the question of debt relief. In: Statement of the North South Round Table on Money and Finance. New York: Society for International Development (13. und 14. Dezember 1985), S. 25-33.
- Williamson, J. (1990):** Latin American adjustment: how much has happened? Washington: Institute for International Economics.
- Wright, M. (2002):** Reputations and sovereign debts. Stanford: Department of Economics. Im Internet: http://elsa.berkeley.edu/users/obstfeld/e281_sp03/wright.pdf (abgerufen am 06.03.08)
- Wright, M. (2004):** Coordinating creditors. Stanford: Department of Economics. Im Internet: http://aeaweb.org/annual_mtg_papers/2005/0107_1015_0702.pdf (abgerufen am 06.03.08)

- Wood, P. (2003):** Pari Passu Clauses – What do they mean? In: Butterworth Journal of International Banking and Financial Law, Vol. 18, S. 371-374.
- Yue, V. (2006):** Sovereign default and debt renegotiation. University of Pennsylvania. Im Internet: http://aeaweb.org/annual_mtg_papers/2005/0109_1015_1213.pdf (abgerufen am 06.03.08).
- Zanforlin, L. (2007):** Re-accessing international Capital markets after financial crises: some empirical evidence. IMF Working Paper WP/07/136. Im Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07136.pdf> (abgerufen am 01.03.08).
- Zhang, X. (1999):** Testing of moral hazard in emerging market lending. Institute of International Finance Research Paper No. 99-1.
- Zoli, E. (2004):** Credit rationing in emerging Economies' access to global capital markets. IMF Working Paper WP/04/70. Washington: International Monetary Fund. www.imf.org.