

## Internationale Verschuldungskrisen: Neuere Instrumente zur Umstrukturierung von Staatsanleihen

- Die Häufigkeit von Finanzkrisen seit Mitte der 90er Jahre (Asien 1997, Russland 1998, Brasilien 1999 und Argentinien 2001) verweist auf die Notwendigkeit einer Reform der **internationalen Finanzarchitektur**. Die Entstehung und die ungeordnete Bewältigung von Finanzkrisen führt zu hohen Wohlfahrtsverlusten in den betroffenen Ländern und zur Gefährdung der Stabilität des internationalen Finanzsystems.
- Instrumente für eine geordnete und kostengünstige Umstrukturierung von Auslandsschulden souveräner Staaten stellen daher wesentliche **Elemente der internationalen Finanzarchitektur** dar. Allerdings wurden diese Mechanismen bisher nicht entsprechend der tief greifenden Umwälzungen auf den internationalen Finanzmärkten infolge der **Globalisierung** weiterentwickelt.
- Ein wesentliches Merkmal der zunehmenden **Globalisierung** in den 90er Jahren war der enorme Anstieg und die veränderte Struktur der internationalen Kapitalflüsse. Staatsanleihen, die von einer großen heterogenen Gläubigergruppe gehalten werden, haben in den 90er Jahren gegenüber den bis dahin vorherrschenden Bankkrediten erheblich an Bedeutung gewonnen.
- Im Fall der Zahlungsunfähigkeit eines Landes entstehen wegen der heterogenen Gläubigerstruktur gravierende **Koordinations- und Kollektivprobleme**. Wie der Fall Argentinien zeigt, dauert eine Umstrukturierung von Staatsanleihen unter den gegenwärtigen Bedingungen mehrere Jahre.
- Kurzfristig stellen ein freiwilliger **code of conduct** und **Kollektivklauseln** die wichtigsten Instrumente zur Umstrukturierung von Staatsanleihen dar, weil ein internationales Insolvenzrechtsverfahren zur Zeit von den meisten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten abgelehnt wird. Mittelfristig allerdings kann das **Insolvenzrecht** eine wichtige Rolle spielen, da es ein wichtiges umfassendes Instrument ist, um verschiedene Gläubigergruppen und verschiedenen Schuldnerklassen vor und während einer Verschuldungskrise zu koordinieren.

### Staatsanleihen als neues Finanzierungsinstrument von Entwicklungs- und Schwellenländern

Ein wesentliches Merkmal der zunehmenden Globalisierung in den 90er Jahren ist erstens der enorme **Anstieg der internationalen Kapitalflüsse**. Im vergangenen Jahrzehnt war der Nettozufluss internationaler privater Schuldtitel in Schwellen- und Entwicklungsländer zeitweise zwei- bis dreimal so hoch wie der Nettozufluss öffentlicher Gelder.

Zweitens hat sich in den 90er Jahren die **Struktur der internationalen Kapitalflüsse** maßgeblich geändert. Im Vergleich zu den 70er und 80er Jahren, als mittelfristige Bankkredite von wenigen internationalen Großbanken die Kapitalflüsse in Entwicklungsländer dominierten, stiegen in den 90er Jahren international begebene Staatsanleihen, die durch eine heterogene Gläubigerstruktur gekennzeichnet sind, erheblich an. Vor der Asienkrise 1997 wuchsen die Nettozuflüsse des privaten Sektors in Form von Anleihen in Entwicklungsländer zwischen 1990 und 1996 von 1,2 auf 62,3 Mrd. US \$ (Tabelle 1).

Einerseits trägt der internationale private Kapitalfluss für Staatsanleihen dazu bei, den Investorenkreis der Staaten zu verbreitern, und er ermöglicht Investoren und Schuldner eine bessere Risikodiversifikation. Andererseits treten bei einer heterogenen Gläubigerstruktur **Koordinations- und Kollektivprobleme** auf, und volatile Kapitalbewegungen lösen wohlfahrtsmindernde Verschuldungs- und Finanzkrisen in den Entwicklungsländern aus. Die Gefahr von schwankenden Kapitalbewegungen besteht zwar am ehesten bei kurzfristigen Anlageformen, wie z.B. bei kurzfristigen Bankkrediten, Aktien oder Spekulationen mit Währungen. Anleihen, die eher eine langfristige Laufzeit haben, unterliegen weniger Schwankungen, aber ihre Wertentwicklung, die maßgeblich von der wirtschaftlichen

Entwicklung abhängig ist, kann, insbesondere auf den Sekundärmärkten, erheblich variieren. Daher wird es für die Emittenten der Anleihen schwieriger, sich auf den internationalen Finanzmärkten zu refinanzieren. Dieses Problem wird in Tabelle 1 deutlich: die Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer in Form von Anleihen gingen nach der Asienkrise im Sommer 1997 erheblich zurück.

### Probleme bei der Umschuldung von Staatsanleihen

Aufgrund der heterogenen und großen Gläubigergruppe bei Anleihen ist eine Umstrukturierung mit **Koordinationsproblemen** verbunden. Zudem treten bei Umstrukturierungen von Anleihen **Kollektivprobleme** auf, die eine geordnete und mit geringen Kosten verbundene Umschuldung erschweren:

- Das **Trittbrettfahrerverhalten / hold-out-Problem**: Eine Umschuldung, die für eine Mehrheit von Gläubigern vorteilhaft ist, kann von einer Minderheit von Gläubigern (Trittbrettfahrer) blockiert werden. Gläubiger haben einen Anreiz, sich nicht an einer Umschuldung zu beteiligen, bei der sie voraussichtlich Wertverluste hinnehmen müssten, wenn sie im Anschluss an eine Umschuldung ihre gesamten Forderungen geltend machen können.
- Der **rush to the exit**: Wenn Gläubiger befürchten, dass der Schuldner in eine Verschuldungskrise gerät, werden sie versuchen, ihre Forderungen möglichst schnell zu verkaufen. Dabei ist es für den einzelnen Gläubiger rational, seine Forderungen vor den anderen Gläubigern zu veräußern.
- Der **rush to the court house**: Es besteht die Gefahr, dass Gläubiger mit ihren Ansprüchen vor Gericht ziehen, um ihre Forderungen einzuklagen. Argentinien stellt ein Beispiel für diese Probleme dar (S. 2).

Tabelle 1: Struktur langfristiger <sup>a</sup> Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer, 1980–2001, in Mrd. US \$										
	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 <sup>b</sup>
<b>Gesamt</b>	82,5	73,4	98,5	260,2	306,6	341,4	336,7	271,8	261,1	196,5
<b>Öffentliche Kapitalflüsse</b>	32,6	40,7	55,9	54,1	30,3	40,7	53,4	47,4	35,3	36,5
<b>Private Kapitalflüsse</b>	41,1	21,8	42,6	206,1	276,2	300,7	283,3	224,4	225,8	160,0
Private Schuldtitel	–	21,8	15,7	63,3	96,5	98,1	89,4	5,6	8,2	-26,8
Davon: Anleihen <sup>c</sup>	1,1	6,0	1,2	30,7	62,3	49,6	40,9	29,5	16,9	9,5
Bankkredite	30,8	8,5	3,2	30,9	32,2	45,6	51,9	-23,3	-6,1	-32,3
Sonstige	9,2	7,5	11,4	1,7	2,1	2,9	-3,4	-0,5	-2,5	-4,0
<b>Direktinvestitionen</b>	9,1	11,8	24,5	106,8	130,8	172,5	178,3	184,4	166,7	168,2

a Langfristig bedeutet, dass die Kapitalflüsse eine Laufzeit von mehr als einem Jahr haben.  
b Die Daten für 2001 sind vorläufig.  
c Nähere Angaben über die Art der Anleihen fehlen zwar, aber aufgrund der geringen Markttiefe von Finanzmärkten in Entwicklungsländern ist davon auszugehen, dass die meisten Anleihen Staatsanleihen sind.  
Quelle: Weltbank: Global Development Finance (1990), (1999) und (2002)

**Das Beispiel Argentinien**

Argentinien hat seit Ende 2001 die Bedienung des größten Teils seiner Schulden gegenüber privaten Gläubigern eingestellt. Im Jahr 2003 bot der argentinische Staat den privaten Anleihehaltern eine Umschuldung an, bei der die Anleihehalter nur etwa ein Viertel des Wertes der Anleihen erhalten sollen. Argentinien stellt ein Paradebeispiel für die hohe Auslandsverschuldung des Staates bei einer großen heterogenen Gläubigergruppe dar. Insgesamt war die Auslandsverschuldung 2002 viermal so hoch wie die jährlichen Exporterlöse. Ebenso war der Anteil der kurzfristigen Auslandsverschuldung sehr hoch: gemessen an den Währungsreserven lag er 2002 bei 143 %. Die Struktur der argentinischen Auslandsverschuldung verdeutlicht die wichtige Rolle von Staatsanleihen. Im Jahr 2001 betrug der Anteil des öffentlichen Sektors an der Auslandsverschuldung etwa zwei Drittel. Die Staatsanleihen hatten hiervon einen Anteil von mehr als 50 %. Die Gläubigergruppe setzt sich neben staatlichen und großen privaten Gläubigern wie Banken auch aus ca. 600.000 privaten Anleihegläubigern zusammen, weshalb erhebliche Koordinations- und Kollektivprobleme entstanden sind. Eine Umschuldung wird außerdem dadurch erschwert, dass die über 150 verschiedenen Staatsanleihen in acht unterschiedlichen Jurisdiktionen emittiert wurden. Ende 2003 ist eine Einigung der Anleihehalter mit der argentinischen Regierung noch nicht in Sicht gewesen. Damit hat Argentinien auf absehbare Zeit den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verloren.

## Ansätze zur Umstrukturierung von Staatsanleihen

### 1. Freiwilliger Ansatz: *Code of conduct*

Der von der Banque de France veröffentlichte *code of good conduct* (Trichet-Vorschlag) stellt zur Zeit den bedeutendsten Vorschlag für einen Verhaltenskodex dar. Dieser umfasst Verhaltensweisen für alle Marktteilnehmer – Gläubiger, Schuldner und den öffentlichen Sektor – vor und während einer Verschuldungskrise, wie z.B. einen frühen Dialog zwischen Schuldnern und Gläubigern, einen fairen Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten, eine faire Gläubigerrepräsentation, zügige und kooperative Verhandlungen, die Gleichbehandlung aller Gläubiger oder die Aufrechterhaltung der bestehenden Verträge.

Ein Verhaltenskodex kann zur Lösung von **Kollektivproblemen** beitragen, aber er kann diese Probleme nicht vollständig beheben. Ein Verhaltenskodex kann weder einen *rush to the exit* verhindern oder einen formalen Schutz gegen Klagen von Gläubigern bieten, noch kann er einen Schutz gegenüber Trittbrettfahrerverhalten darstellen.

Aber ein gut ausgestalteter *code of conduct* kann dazu beitragen, einen Verfahrensweg vorzugeben, der beschreibt, wie Schuldner und Gläubiger eine Umstrukturierung **koordinieren** sollten, damit die Schulden für den betroffenen Staat wieder tragfähig werden. Die in einem *code of conduct* aufgestellten Verhaltensgrundsätze können zu **Koordinierungsproblemen** folgende Lösungen beitragen:

- **Die Koordinierung einer Umstrukturierung einer einzelnen Anleihe:** Damit soll verhindert werden, dass eine Minderheit der Gläubiger nicht an der von einer Mehrheit beschlossenen Umschuldung teilnimmt.

- **Die Koordinierung einer Umschuldung von verschiedenen Anleihen**
- **Die Koordinierung einer Umschuldung von verschiedenen Schuldenklassen** (Anleihen und Kredite): Ein möglicher Koordinierungsmechanismus ist die Anwendung des Prinzips der Gleichbehandlung, wie sie im Pariser Club für öffentliche Kredite vereinbart wurde.
- **Die Koordinierung einer Umschuldung mit der Wirtschaftspolitik:** Im *code of conduct* können Verhaltensgrundsätze aufgestellt werden, die eine Koordinierung der Umschuldung mit Änderungen der Wirtschaftspolitik im Schuldnerland vorsehen.
- **Die Koordinierung der Gläubiger** bei der Entscheidung über mögliche Lösungsansätze.

Für die Wirksamkeit eines *code of conduct* ist es entscheidend, dass er von der internationalen Gemeinschaft akzeptiert wird und die Beteiligten *ownership* entwickeln. Daher sollten alle Beteiligten – Gläubiger, Schuldner und der öffentliche Sektor – in die Erarbeitung, Anerkennung und Durchführung des *code of conduct* einbezogen werden. Da der *code of conduct* auf freiwilliger Basis beruht, ist es notwendig, **Anreize** zur Anwendung für die Akteure auf den internationalen Finanzmärkten zu schaffen.

**Rolle des öffentlichen Sektors:** Der öffentliche Sektor, zu dem auch der IWF oder der Pariser Club zählen, sollte bei der Anwendung des *code of conduct* eine aktive Rolle übernehmen. Auch wenn Verhandlungen über Umschuldungen theoretisch auch ohne den öffentlichen Sektor stattfinden könnten, ist dies in der Praxis nicht der Fall. Die bisherigen Erfahrungen zeigen, dass Umschuldungen regelmäßig mit einem vor der abschließenden Vereinba-

rung zwischen dem Schuldner und den Gläubigern erstellten IWF-Programm verbunden waren.

- Der **IWF** könnte die Umsetzung des *code* fördern, indem er im Rahmen seiner Programme und seiner *lending-into-arrears*-Politik explizit die Anwendung des *code of conduct* berücksichtigt.
- Der **Pariser Club** könnte die Schuldner dazu veranlassen, den *code* umzusetzen, wenn die Schuldner im Rahmen der Umschuldungen im Pariser Club die Gleichbehandlung aller Gläubiger verlangen.

**Rolle der Schuldner:** Die Schwellenländer sollten ihre Bereitschaft signalisieren, einen *code of conduct* einzuführen, indem sie beispielsweise die Prinzipien des *code* in die Dokumente für Staatsanleihen einbeziehen. Eine Liste von Ländern, die den *code of conduct* befolgen, wie sie beispielsweise für die *Special Data Dissemination Standards (SDDSs)* – den Transparenzverpflichtungen der Mitgliedsländer – existiert, könnte öffentlich zugänglich gemacht werden.

## 2. Vertragsrechtlicher Ansatz: Kollektivklauseln

Die Einführung von Kollektivklauseln dient dazu, Umstrukturierungen von Staatsanleihen zu vereinfachen. Vier Arten von Kollektivklauseln können unterschieden werden:

- **Mehrheitsklauseln** ermöglichen Gläubigern mit einer qualifizierten Mehrheit, Anleihebedingungen zu modifizieren und so eine Umschuldung durchzusetzen;
- **Teilungsklauseln** sehen vor, dass jeder Anleihehalter jeden Zahlungseingang während eines Umstrukturierungsprozesses mit anderen Anleihehaltern im Verhältnis zur Höhe seiner Anleihen teilt;
- **Aggregationsklauseln** fassen verschiedene Anleihen und andere Schuldinstrumente (Kredite) für Entscheidungsprozesse der Gläubiger zusammen;
- **Repräsentativklauseln** sollen die Einberufung eines repräsentativen Forums beschleunigen, in dem die Positionen der Gläubiger und Schuldner vertreten sind.

Die meisten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten sehen Kollektivklauseln als ein geeignetes Instrument für die Krisenprävention und auch für die Krisenbewältigung an. Dennoch werden Kollektivklauseln nur in einigen Ländern in Anleihen einbezogen, vorwiegend in Anleihen, die nach britischem und luxemburgischem Recht begeben werden. Ende 2001 enthielten ca. 75 % der ausstehenden international begebenen Anleihen keine Kollektivklauseln (Tabelle 2). 2003 hingegen emittierten bedeutende Schwellenländer – Mexiko und Brasilien – entsprechende Anleihen über je 1 Mrd. US \$. Die Nachfrage war trotz der Kollektivklauseln hoch – beide Emissionen waren überzeichnet.

Rechtssysteme	in % von gesamt	in Mio. US \$	Anzahl der Anleihen (außer Brady-Anleihen für die USA)
Großbritannien	24,1	85.182	156
Deutschland	10,1	35.864	89
Japan	5,9	20.716	59
USA	59,1	209.199	233
Sonstige	0,8	3.168	21
<b>Gesamt</b>	<b>100,0</b>	<b>354.129</b>	<b>558</b>

Quelle: IWF (2002)

Kollektivklauseln stellen kurz- und mittelfristig ein wichtiges Instrument zur Umstrukturierung von Staatsanleihen in Schwellenländern dar. Durch die Einbeziehung von Minderheiten in die Entscheidung einer qualifizierten Mehrheit für Vertragsänderungen bei Anleihen verringern Kollektivklauseln **Koordinationsprobleme** bei der Umschuldung einer Anleihe. Zudem werden drei Probleme des **kollektiven Handelns** bei einer einzelnen Anleihe verringert:

- das **Trittbrettfahrerverhalten / hold-out-Problem:** Mehrheitsklauseln erschweren es einzelnen Gläubigern, sich nicht an einer Umstrukturierung zu beteiligen und abzuwarten bis der Schuldner in einer besseren finanziellen Situation ist, um dann ihre Forderungen zu 100 % geltend zu machen;
- das **rush-to-the-court-house-Problem:** Kollektivklauseln erschweren einzelnen Gläubigern, mit Hilfe von Klagerechtsprozessen ihre Forderungen durchzusetzen;
- der **rush to the exit:** Kollektivklauseln, wie z.B. Teilungsklauseln, können verhindern, dass die Gläubiger ihre Anleihen verkaufen, sobald die Gefahr einer Finanzkrise besteht.

Kollektivklauseln weisen allerdings im Wesentlichen zwei Nachteile auf. Erstens stellen Kollektivklauseln kein umfassendes Instrument für die Umstrukturierung von Auslandsschulden eines Staates dar, weil unterschiedliche Schuldinstrumente (Kredite und Anleihen) nicht zusammengefasst werden können. Aus diesem Grund bleiben *hold-out*-Probleme und Probleme mit Klagerechtsprozessen zwischen verschiedenen Schuldinstrumenten bestehen, wenn sich unterschiedliche Anleihegruppen für unterschiedliche Lösungen entscheiden.

Zweitens wird es schwierig werden, alte Anleihen ohne Kollektivklauseln in neue Anleihen mit Kollektivklauseln umzutauschen. Aus diesem Grund sollten nur neue Anleihen Kollektivklauseln enthalten. Allerdings wäre dann der gesamte Bestand an alten Anleihen nicht eingeschlossen. Eine IWF-Studie vom Juni 2002 kam zum Ergebnis, dass es etwa 10 Jahre dauern würde, bis rund 75 % aller auf den internationalen Finanzmärkten emittierten Staatsanleihen Kollektivklauseln enthielten. Es besteht also ein Übergangsproblem, das abhängig ist vom Umfang der Neuemissionen, von der Laufzeit der ausstehenden Anleihen sowie von der Bereitschaft der Emittenten, Kollektivklauseln einzubeziehen. Daher ist es wichtig, für die Emittenten Anreize einzuführen, Kollektivklauseln in die Anleiheverträge einzubinden.

Der **IWF** könnte beispielsweise im Rahmen seiner Überwachungs politik die Länder dazu veranlassen, Kollektivklauseln anzuwenden. Im Zuge seiner regelmäßigen Artikel-IV-Konsultationen könnte der IWF prüfen, ob die Länder Kollektivklauseln in ihre neu emittierten Anleiheverträge aufgenommen haben. Er könnte eine öffentlich zugängliche Liste erstellen, die die Anleihen mit Kollektivklauseln enthält. Darüber hinaus könnten die IWF/Weltbank-Richtlinien für die Behandlung öffentlicher Schulden (*guidelines on public debt management*) die Einbeziehung von Kollektivklauseln in Anleiheverträge enthalten.

Die **G10-Staaten** sollten international emittierte Anleihen aus folgenden Gründen mit Kollektivklauseln begeben:

- Erstens signalisiert die Einbeziehung von Kollektivklauseln in Anleihen von Industrieländern, dass dies kein Zeichen für eine schlechte Kreditwürdigkeit ist.
- Zweitens stellen Kollektivklauseln in einigen Rechtssystemen dann keine Ausnahme mehr dar.
- Drittens gewöhnen sich die Marktteilnehmer an die Einbindung von Kollektivklauseln in international begebene Anleihen.

### 3. Umfassender Ansatz: Der IWF-Vorschlag für ein internationales Insolvenzrecht

Der IWF unterbreitete einen detaillierten Vorschlag für die Einführung eines Insolvenzverfahrens, das einen Rechtsrahmen für den Umgang mit überschuldeten Staaten bilden und so den Ländern eine geordnete Schuldenumstrukturierung ermöglichen sollte. Für ein Insolvenzverfahren sprechen folgende Argumente:

- Erstens können die drei **Kollektivprobleme** – *rush to the exit, rush to the court house, Trittbrettfahrerverhalten* – weitgehend gelöst werden.
- Zweitens gehen vom Insolvenzrechtsverfahren **Anreize zur frühzeitigen Schuldenrestrukturierung** aus, weil das Verfahren im Vergleich zum *status quo* geordnet und berechenbar abläuft. Auf diese Weise könnten überhöhte Kosten infolge hinausgeschobener Umstrukturierungsprozesse reduziert werden.
- Drittens stellt dieses Verfahren im Gegensatz zu den Kollektivklauseln einen umfassenden Ansatz dar, bei dem verschiedene Schuldenarten (Anleihen und Kredite) gleichzeitig umgeschuldet werden können.
- Viertens können private Gläubiger bei einem Insolvenzrechtsverfahren in die Lösung von Verschuldungskrisen einbezogen werden.

Viele Akteure auf den internationalen Finanzmärkten lehnen ein Insolvenzrechtsverfahren allerdings ab. Die meisten **Entwicklungs- und Schwellenländer** unterstützen diesen Vorschlag aus folgenden Gründen nicht:

- Erstens könnten die Entwicklungsländer nach Einleitung eines derartigen Verfahrens den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verlieren. Da dieser Zugang allerdings von der gesamten wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes abhängig ist, hat das Schuldnerland die Möglichkeit, seine Reputation durch eine gute wirtschaftliche Performance nach Durchführung eines Insolvenzverfahrens zu verbessern und somit den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten zurückzugewinnen.
- Zweitens könnte die finanzielle Unterstützung der Internationalen Finanzinstitutionen im Krisenfall infolge der Einführung des Insolvenzrechtsverfahrens sinken. Diese Institutionen werden aber ihre Kriterien für eine Kreditvergabe an Länder, die ein Insolvenzverfahren eingeleitet haben, nicht verschärfen.

Grundsätzlich lehnen die **privaten Gläubiger**, insbesondere Banken und Bankenverbände, das internationale Insolvenzrechtsverfahren aus folgenden Gründen ab:

- Erstens befürchten die privaten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten, insbesondere Banken, dass das **Schuldner-moral-hazard** verstärkt werden könnte. Da es für die Schuldner einfacher wird, ein Insolvenzverfahren einzuleiten, könnten die Schuldner das Verfahren zu ihren Gunsten ausnutzen. Ob ein Schuldnerland aus einem Insolvenzrechtsverfahren Vorteile erlangen kann, ist auch von den Verhandlungen mit den Gläubigern abhängig, die in einem solchen Verfahren ein erhebliches Mitspracherecht haben.
- Zweitens sind die Privaten der Meinung, dass das Insolvenzverfahren sogar eine Finanzkrise in den Schuldnerländern auslösen könnte, da private Akteure

bereits bei der Ankündigung eines Insolvenzverfahrens ihr kurzfristiges Kapital aus den Ländern abziehen würden. Eine Finanzkrise wird aber nur dann ausgelöst, wenn die Akteure auf den Märkten der Ansicht sind, dass ein Insolvenzrechtsverfahren zu einem schlechteren Ergebnis führt.

- Drittens kritisieren die Privaten die Schuldenkategorien, die im IWF-Vorschlag in das Insolvenzverfahren einbezogen werden sollen, insbesondere die Einbindung von Krediten multilateraler und bilateraler internationaler Organisationen. Dies verringert die Akzeptanz des Verfahrens durch die übrigen Gläubiger und verunsichert damit die Märkte.

Auch wenn das vom IWF vorgeschlagene internationale Insolvenzrechtsverfahren zur Zeit von den meisten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten abgelehnt wird, wäre es ein geeignetes Instrument für die Umstrukturierung von Staatsanleihen, um die drei Kollektivprobleme zu lösen. Zudem stellt das internationale Insolvenzverfahren einen geeigneten Lösungsvorschlag dar, der verschiedene Schuldenklassen (Kredite und Anleihen) aggregieren sowie die Zusammenfassung innerhalb dieser Klassen lösen könnte.



**Dr. Kathrin Berensmann**

*Wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Globalisierung: Handel, Direktinvestitionen, Währungspolitik, Entwicklungsfinanzierung*

#### Weiterführende Literatur:

**Banque de France** (2003): Towards a Code of Good Conduct on Sovereign Debt Re-Negotiation. Trichet-Proposal, Paris

**Berensmann, K.** (2003): Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen. Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Berichte und Gutachten 7/2003, Bonn

**IWF (Internationaler Währungsfonds)** (2002): Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts. Encouraging Greater Use, Prepared by the Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments, Washington D.C.

- (2003): Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism. Prepared by the Legal and Policy Development and Review Departments in Consultation with the International Capital Markets and Research Departments, Washington D.C.