

DEUTSCHES INSTITUT FÜR ENTWICKLUNGSPOLITIK

**Die Einbindung privater Gläubiger
in die Prävention und Bewältigung von
internationalen Verschuldungskrisen**

Kathrin Berensmann

Berichte und Gutachten 7/2003

Bonn 2003

©

Deutsches Institut für Entwicklungspolitik
Tulpenfeld 4 · D-53113 Bonn
Telefon +49 (0)228 94927-0 · Telefax +49 (0)228 94927-130
DIE@die-gdi.de
www.die-gdi.de

ISBN 3-88985-255-6

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

Zusammenfassung	I
1 Einleitung	1
2 Gründe für die Einbindung privater Gläubiger	2
2.1 Gerechte Lastenverteilung (<i>burden sharing</i>) zwischen den Gläubigern	2
2.2 Hohe Bedeutung internationaler privater Schuldtitel im Verhältnis zu den öffentlichen Krediten	4
2.3 <i>Moral-hazard</i> -Verhalten bei privaten Gläubigern	6
3 Probleme bei der Einbindung privater Gläubiger	7
3.1 Der <i>rush to the exit</i>	8
3.2 Der <i>rush to the court house</i>	8
3.3 Das Trittbrettfahrerverhalten / <i>hold-out</i> -Problem	9
4 Ansätze zur Einbindung privater Gläubiger in die Prävention von Verschuldungskrisen	9
4.1 <i>Code of conduct</i>	10
4.1.1 Ziele eines <i>code of conduct</i>	10
4.1.2 Ausgestaltungsformen für einen <i>code of conduct</i>	10
4.1.3 Bewertung	13
4.2 Vorsorgliche Kreditlinien (<i>contingent credit lines</i>)	15
4.3 Dialogforum zwischen Gläubigern und Schuldnern	17
5 Ansätze zur Einbindung privater Gläubiger in die Bewältigung von Verschuldungskrisen	19
5.1 Der IWF-Vorschlag für ein internationales Insolvenzrecht: <i>Sovereign Debt Restructuring Mechanism</i> (SDRM)	19
5.1.1 Gründe für die Einführung eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens	19
5.1.2 Ziele eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens	20
5.1.3 Merkmale des IWF-Vorschlags	20
5.1.4 Bewertung des internationalen Insolvenzrechtsverfahrens	22
5.2 Kollektivklauseln (<i>collective action clauses</i>)	26
5.2.1 Ausgestaltungsformen von Kollektivklauseln	26
5.2.2 Umfang von Kollektivklauseln	28
5.2.3 Bewertung von Kollektivklauseln	29
5.3 Ausstiegsvereinbarungen (<i>exit consents</i>)	31

5.4	Zahlungseinstellung (<i>standstill</i>)	33
5.5	Umschuldung von kurzfristigen in mittelfristige Interbankenkredite	35
6	Politikempfehlungen	38
6.1	Instrumente zur Prävention von Verschuldungskrisen	38
6.2	Instrumente zur Bewältigung von Verschuldungskrisen	41
	Literaturverzeichnis	47
	Abbildungen	
Abbildung 1:	Gläubiger- und Schuldnerstrukturen in Verschuldungskrisen	2
Abbildung 2:	Langfristige private und öffentliche Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer, 1980–2001	5
	Kästen	
Kasten 1:	EMTA: Verfahrensgrundsätze zur Lastenteilung zwischen privaten und öffentlichen Gläubigern	3
Kasten 2:	Der Fall der <i>Elliott Associates</i>	9
Kasten 3:	Trichet-Vorschlag für einen <i>code of good conduct</i>	11
Kasten 4:	G7-Staaten: Verfahrensgrundsätze zur Einbindung des Privatsektors bei Finanzkrisen	12
Kasten 5:	Vorschlag der privaten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten für einen <i>code of conduct</i>	14
Kasten 6:	Gegenüberstellung von Anleihen nach verschiedenen Rechtssystemen	31
	Tabellen	
Tabelle 1:	Struktur langfristiger Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer, 1980–2001	5
Tabelle 2:	Umfang öffentlicher Finanzhilfen, Juli 1997 – Oktober 1998	6
Tabelle 3:	Ausstehende Anleihen nach Rechtssystemen (Ende 2001)	28
Tabelle 4:	Emittierte Anleihen unter verschiedenen Rechtssystemen, 1990–2000	29
Tabelle 5:	Kurzfristige Verbindlichkeiten koreanischer Finanzinstitutionen und Unternehmen gegenüber dem Ausland	36

Abkürzungen

BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
EMTA	Emerging Market Trade Association
EMCA	Emerging Market Credit Association
EMBI	Emerging Market Bond Index
G7	Group of Seven (Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada und die USA)
G8	Group of Eight (G7 + Russland)
G10	Group of Ten (G8 + Belgien und die Niederlande)
G22	Group of Twenty Two (G7 + Argentinien, Australien, Brasilien, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Polen, Russland, Singapur, Südafrika, Thailand)
G24	Group of Twenty Four (Ägypten, Algerien, Argentinien, Ätiopien, Brasilien, Cote D'Ivoire, Gabon, Ghana, Guatemala, Indien, Iran, Kolumbien, Kongo, Libanon, Mexiko, Nigeria, Pakistan, Peru, Philipinen, Sri Lanka, Südafrika, Syrien, Trinidad + Tobago, Venezuela)
IDB	Inter-American Development Bank
IIF	Institute of International Finance
IIE	Institute of International Economics
IMFC	International Monetary and Financial Committee
IWF	Internationaler Währungsfonds
LIBOR	London Interbank Offered Rate
NGO	Non Governmental Organization
PSI	Private Sector Involvement
SDDRF	Sovereign Debt Dispute Resolution Forum
SDDS	Special Data Dissemination Standards
SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
UNITAR	United Nations Institute for Training and Research

Zusammenfassung

Zur notwendigen Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen

Ausgelöst durch die Finanzkrisen in Asien (1997), Russland (1998) und Brasilien (1999) wird von vielen Seiten eine Reform der **internationalen Finanzarchitektur** verlangt, die einen wichtigen Baustein der **Global-Governance-Architektur** auf der Handlungsebene der Internationalen Regime und Institutionen darstellt. Der Hintergrund für eine Reform der internationalen Finanzarchitektur ist eine wachsende Unzufriedenheit mit dem internationalen Geld- und Währungssystem, das sich bisher nicht entsprechend der tief greifenden Umwälzungen auf den internationalen Finanzmärkten infolge der **Globalisierung** weiterentwickelt hat und gravierende Mängel aufweist. Ein wichtiges Element einer verbesserten internationalen Finanzarchitektur ist die **Einbindung privater Gläubiger** in die Prävention und Bewältigung von Verschuldungskrisen, in der Literatur als *bail-in* der Privaten bezeichnet.

Ein wesentliches Merkmal der **Globalisierung** ist der enorme Anstieg der privaten Kapitalflüsse über die Landesgrenzen hinweg. Im vergangenen Jahrzehnt war der Nettozufluss internationaler privater Schuldtitel in Schwellen- und Entwicklungsländer zeitweise zwei- bis dreimal so hoch wie der Nettozufluss öffentlicher Kredite. Einerseits tragen private Kapitalflüsse dazu bei, durch eine verbesserte Kapitalallokation den Wohlstand der Staaten zu erhöhen. Andererseits können volatile Kapitalbewegungen Krisen auslösen, die wohlfahrtsmindernd sind. Wegen dieser Volatilität der Kapitalflüsse ist eine Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte notwendig, die ein **global public good** darstellt.

Die **Einbindung privater Gläubiger** ist aus mehreren Gründen eine notwendige Voraussetzung für die Prävention und Bewältigung von Verschuldungskrisen. Ein Argument für die Beteiligung privater Gläubiger ist die Forderung nach einer gerechten Lastenteilung (*burden sharing*) zwi-

schen den privaten und den öffentlichen Gläubigern. Alle Gläubiger sollen die Lasten einer Umstrukturierung der Schulden oder eines Schuldenerlasses im Verhältnis zur Höhe ihrer Verbindlichkeiten tragen (*inter creditor equity*).

Darüber hinaus ist seit Beginn der 90er Jahre die Bedeutung internationaler privater Schuldtitel im Vergleich zu internationalen öffentlichen Krediten beträchtlich gewachsen. Daher reichen öffentliche Mittel nicht mehr aus, um internationalen Verschuldungskrisen in ausreichenden Maße vorzubeugen oder sie zu bewältigen. Zudem sollen die privaten Gläubiger bei der Prävention und Beseitigung von internationalen Verschuldungskrisen in die Verantwortung genommen werden, um *moral-hazard*-Verhalten entgegenzuwirken.

Bei der Einbindung privater Gläubiger in die Umstrukturierung von Schulden treten die folgenden **Koordinierungsprobleme** auf:

- der **rush to the exit**: Wenn Gläubiger befürchten, dass der Schuldner in eine Verschuldungskrise gerät, werden sie versuchen, ihre Forderungen möglichst schnell zu verkaufen.
- der **rush to the court house**: Es besteht die Gefahr, dass Gläubiger mit ihren Ansprüchen vor Gericht ziehen, um ihre Forderungen einzuklagen. Daraufhin würde der Wert der Anleihen zum Schaden aller Gläubiger insgesamt sinken.
- das **Trittbrettfahrerverhalten / hold-out-Problem**: Eine Umschuldung, die für eine Mehrheit von Gläubigern vorteilhaft ist, kann von einer Minderheit von Gläubigern (Trittbrettfahrer) blockiert werden. Auf diese Weise kann eine geregelte und zügige Umschuldung verhindert werden.

Ein Instrument für die Einbindung privater Gläubiger ist allein nicht ausreichend, um internationalen Verschuldungskrisen vorzubeugen oder sie zu bewältigen, weil die Instrumente komplementär und nicht substitutiv eingesetzt werden müssen. Daher ist ein Instrumentenbündel notwendig, das

sich sowohl aus Instrumenten zur Krisenprävention als auch aus Instrumenten zur Krisenbewältigung zusammensetzt.

Bei der Formulierung von wirtschaftspolitischen Handlungsempfehlungen ist eine Differenzierung zwischen Instrumenten, die eine Krise vermeiden sollen, und solchen, die zur Krisenbewältigung eingesetzt werden, notwendig, da diese Instrumente zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingesetzt werden müssen. Einige Instrumente dienen dabei sowohl der Krisenvermeidung als auch der Krisenbewältigung.

Im Rahmen der Krisenprävention stellt der *code of conduct* zur Zeit das Instrument zur Einbindung privater Gläubiger dar, das in der internationalen Debatte am intensivsten diskutiert wird und das von den meisten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten am ehesten als umsetzbar und wirkungsvoll erachtet wird.

Im Rahmen der Krisenbewältigung stellen die Kollektivklauseln das effektivste Instrument für die Einbindung privater Gläubiger dar. Zudem wird dieses Instrument zur Zeit auch von den meisten Teilnehmern auf den internationalen Finanzmärkten akzeptiert. Auch wenn das internationale Insolvenzrechtsverfahren zur Zeit von den meisten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten abgelehnt wird, könnte es ein wichtiges Instrument für die Umstrukturierung von Staatsanleihen sein, um die drei Koordinierungsprobleme – *rush to the exit*, *rush to the court house* und das Trittbrettfahrerverhalten zu lösen. Darüber hinaus stellt das internationale Insolvenzverfahren bisher den einzigen Lösungsvorschlag dar, der verschiedene Schuldenklassen aggregieren sowie die Zusammenfassung innerhalb dieser Klassen lösen kann.

I. Ansätze zur Einbindung privater Gläubiger in die Prävention von Verschuldungskrisen

Code of conduct

Das wichtigste Instrument zur Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung

von Verschuldungskrisen ist ein Verhaltenskodex für alle Marktteilnehmer – Gläubiger, Schuldner und den öffentlichen Sektor. Ein *code of conduct* kann zur Lösung der Koordinationsprobleme – *rush to the exit*, Trittbrettfahrerverhalten oder ein *rush to the court house* – beitragen, aber er kann diese Probleme nicht vollständig beheben. Ein Verhaltenskodex kann weder verhindern, dass ein *rush to the exit* stattfindet 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, eine *road map* vorzugeben, die beschreibt, wie Schuldner und Gläubiger die Umstrukturierung von Schulden koordinieren sollten, damit die Schulden für den betroffenen Staat wieder tragfähig werden. Die in einem *code of conduct* aufgestellten Verhaltensgrundsätze können bei einer Umstrukturierung zur Lösung folgender Koordinierungsprobleme 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:** Ein möglicher Koordinierungsmechanismus ist die Anwendung des Prinzips der Gleichbehandlung, wie sie im Pariser Club vereinbart wurde.
- **Die Koordinierung einer Umschuldung mit der Wirtschaftspolitik im Schuldnerland:** Im *code of conduct* können Verhaltensgrundsätze aufgestellt werden, die eine Koordinierung der Umschuldung mit der Wirtschaftspolitik des Schuldnerlandes vorsehen.
- **Die Koordinierung der Gläubiger bei der Entscheidung über mögliche Lösungsansätze.**

Der Verhaltenskodex sollte Prinzipien enthalten, die gleichermaßen für alle Beteiligte – Gläubiger, Schuldner und öffentliche Institutionen – gelten. Der Vorschlag von Jean-Claude Trichet / Banque de France bietet ein geeignetes Gerüst für einen Kodex, der um einige Prinzipien und Empfehlungen aus dem Vorschlag der privaten Finanzinstitutionen und anderer erweitert werden sollte (s. Kasten).

Da der *code of conduct* auf freiwilliger Basis beruht, ist es notwendig, **Anreize** für die Anwendung eines *code of conduct* für die Akteure auf den internationalen Finanzmärkten zu schaffen. 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.

Der *code of conduct* sollte im Rahmen einer *task force*, die für diesen Zweck eingerichtet wird, entwickelt werden. Nach der Erarbeitung eines Vorschlages für einen *code of conduct* sollte dieser im zweiten Schritt vom privaten Sektor (durch die Zusammenschlüsse privater Gläubiger, wie zum Beispiel IIF oder EMTA etc.), vom öffentlichen Sektor (zum Beispiel durch das IMFC) und den Emittenten von Staatsanleihen (G20, G24 oder anderen relevanten Gruppen) anerkannt werden. Im Anschluss an die Zustimmung durch die Marktteilnehmer sollten, wie zum größten Teil von der *Banque de France* vorgeschlagen, folgende konkrete Schritte der Beteiligten folgen, um eine effektive Umsetzung des *code of conduct* zu fördern:

Rolle des öffentlichen Sektors: Der öffentliche Sektor, zu dem auch beispielsweise der IWF oder der Pariser Club zählen, sollte bei der Überprüfung des *code of conduct* eine aktive Rolle überneh-

Vorschlag für einen *code of conduct*

- **Früher Dialog zwischen Schuldnern und Gläubigern:** Zur Förderung eines frühen und regelmäßigen Dialogs zwischen Gläubigern und Schuldnern bietet die UN ein geeignetes Dialogforum.
- **Fairer Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten:** Sobald der Verhandlungsprozess begonnen hat, ist es notwendig, einen geeigneten Rahmen zu errichten, der gewährleistet, dass die Gläubiger ausreichend über die finanzielle Lage des Schuldners unterrichtet werden. Der Schuldner könnte zum Beispiel in Zusammenarbeit mit dem IWF eine zentrale Datenbasis der Öffentlichkeit zur Verfügung stellen.
- **Faire Gläubigerrepräsentation:** Die Anwendung von Mehrheitsklauseln für Staatsanleihen stellen eine Möglichkeit dar, eine faire Repräsentation der Gläubiger zu gewährleisten.
- **Zügige und kooperative Verhandlungen:** Eine Zahlungseinstellung, die zwischen den Gläubigern und dem Schuldner abgesprochen wurde, verhindert, dass wenige Gläubiger eine kooperative Verhandlung stören. Zudem könnten Verzögerungen, die von Gläubigern durch juristische Einsprüche verursacht werden, durch eine freiwillige Aussetzung des Klagerechts abgewehrt werden. Der Gebrauch von *exit consents* könnte darüber hinaus für Gläubiger einen Anreiz bieten, sich an Umschuldungen zu beteiligen.
- **Gleichbehandlung aller Gläubiger:** Um zu gewährleisten, dass alle Gläubiger während eines Umstrukturierungsprozesses gleich behandelt werden, sollten die Verhandlungen möglichst transparent gestaltet werden.
- **Vertrauensvolle Verhandlungen (*good faith*):** Die Einhaltung der Prinzipien des *code of good conduct* könnte als Beweis für Verhandlungen im guten Glauben gelten. Außerdem sollten die Verhandlungspartner Schieds- und Vermittlungsprozeduren, die ex ante definiert wurden, akzeptieren.
- **Aufrechterhaltung der Finanzposition des Schuldners:** Ein wichtiges Instrument hierfür ist beispielsweise eine temporäre Zahlungseinstellung der Schuldendienstleistungen, damit die Währungsreserven des Landes nicht aufgebraucht werden. Für die Aufrechterhaltung der Finanzierungsfähigkeit des Schuldners spielt auch die *lending-into-arrears*-Politik des IWF eine wichtige Rolle, weil der IWF in dieser Situation neue Kredite gewährt und gleichzeitig ein Reformprogramm erarbeitet.
- **Rasche Wiederherstellung der Schuldentragfähigkeit des Krisenlandes:** Die IWF-Programme und ihre Schuldentragfähigkeitsanalysen stellen ein wichtiges Instrument dar.
- **Aufrechterhaltung der bestehenden Verträge:** Die Schuldner und Gläubiger sollten gewährleisten, dass die bestehenden Verträge grundsätzlich eingehalten werden.
- **Keine Unterstützung für *moral-hazard*-Verhalten von privaten Gläubigern:** Öffentliche Kredite sollten *moral-hazard*-Verhalten von privaten Gläubigern nicht begünstigen
- **Flankierende Wirtschaftspolitiken:** Eine Umstrukturierung der Schulden sollte mit einer geeigneten **Wirtschaftspolitik** verbunden werden.

Quelle: Vgl. *Banque de France* (2003). Der Vorschlag der *Banque de France* wurde vom Autor um einige Prinzipien erweitert.

men. Auch wenn Verhandlungen über Umschuldungen theoretisch auch ohne den öffentlichen Sektor stattfinden könnte, ist dies in der Praxis nicht der Fall. Die bisherigen Erfahrungen zeigen, dass Umschuldungen regelmäßig mit einem vor der abschließenden Vereinbarung 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 Umsetzung des *code of good 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) existiert, könnte öffentlich zugänglich gemacht werden.

Vorsorgliche Kreditlinien der privaten Banken

Obwohl dieses Instrument bisher nur in drei Ländern (Argentinien, Mexiko und Indonesien) angewendet wurde und daher die Erfahrungen begrenzt sind, erscheinen die vorsorglichen Kreditlinien als guter Ansatz, private Gläubiger in die Krisenprävention einzubeziehen. Da die kurzfristigen privaten Kapitalbewegungen die Kapazität der öffentlichen Finanzinstitutionen erheblich überschreiten, kann der private Sektor mit der Bereitstellung vorsorglicher Kreditlinien den öffentlichen Sektor maßgeblich entlasten.

Der Umfang dieser Kredite sollte sich an zwei Größen orientieren: den kurzfristigen Kapital-

bewegungen und den Währungsreserven. Da die Kreditlinien in erster Linie spekulative Attacken abwehren sollen, die besonders durch kurzfristige Kapitalbewegungen ausgelöst werden, sollten die Kreditlinien die Lücke zwischen kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland und den Währungsreserven schließen.

Für die erfolgreiche Anwendung dieses Instruments sollten die folgenden Bedingungen gelten: Erstens sollte der private Sektor die vorsorglichen Kreditlinien zusätzlich zu anderen Krediten gewähren und nicht als Ersatz für diese. Zweitens muss der Kreditzins dem Marktzins regelmäßig angepasst werden, damit sichergestellt ist, dass der Schuldner diese Fazilität nur im Krisenfall beansprucht und nicht, wenn die Ziehung der vorsorglichen Kreditlinien billiger ist als Kredite auf den internationalen Finanzmärkten.

II. Ansätze zur Einbindung privater Gläubiger in die Bewältigung von Verschuldungskrisen

Für die Einbindung privater Gläubiger in die Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen stehen kurzfristig nur Kollektivklauseln, *exit consents*, die Umstrukturierung von Interbankenkrediten und Zahlungseinstellungen zur Verfügung, da ein internationales Insolvenzrecht zur Zeit von den meisten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten abgelehnt wird. Mittelfristig allerdings kann das Insolvenzrecht eine wichtige Rolle spielen, da es das einzige umfassende Instrument ist, um verschiedene Gläubigergruppen von verschiedenen Schuldnerklassen vor und während einer Verschuldungskrise zu koordinieren.

Kollektivklauseln

Die Einführung von Kollektivklauseln dient dazu, Umstrukturierungen von Staatsanleihen zu vereinfachen. Bei der Begebung von Anleihen können zum Beispiel Mehrheitsklauseln verankert werden, nach denen eine qualifizierte Mehrheit von Anleihehabern die Vollmacht erhält, auch Minderheiten in Vertragsveränderungen einzubinden.

Diese Klauseln sollen Gläubigern und Schuldnern einen Anreiz zu bieten, sich an Umschuldungen zu beteiligen.

Die meisten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten, auch die meisten Banken, 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. In der Regel werden Kollektivklauseln in Anleihen eingebunden, die nach britischem und nach luxemburgischem Recht begeben werden. Anleihen, die nach amerikanischem, deutschem und japanischem Recht emittiert werden, beinhalten hingegen keine Kollektivklauseln.

Trotz einiger Nachteile stellen Kollektivklauseln kurzfristig das wichtigste Instrument zur Einbindung privater Gläubiger in die Umstrukturierung von Staatsanleihen in Schwellenländern dar, weil sie die Einbeziehung von privaten Gläubigern erheblich vereinfachen. Kollektivklauseln dienen sowohl der Prävention als auch der Bewältigung von Verschuldungskrisen. Da Minderheiten in die Entscheidung einer qualifizierten Mehrheit für Vertragsänderungen bei Anleihen einbezogen werden, verringern Kollektivklauseln besonders zwei Probleme des kollektiven Handelns zumindest für einzelne Emissionen: das Trittbrettfahrerverhalten und das *rush-to-the-court-house*-Problem. Allerdings sollten Kollektivklauseln komplementär zu anderen Instrumenten genutzt werden.

Die Mehrheitsvorschriften von 75 %, die normalerweise bei den unter dem englischen Recht begebenen Anleihen gelten und die in der kürzlich emittierten mexikanischen Staatsanleihe enthalten sind, wurden von den meisten privaten Akteuren als zu gering eingestuft. Die Privaten schlagen die folgende Mehrheitsvorschrift vor: Anleihehalter, die 85 % des Nennwertes einer Anleihe halten, haben die Möglichkeit, die Zahlungsbedingungen der Anleihe zu modifizieren. Dies setzt aber voraus, dass Anleihehalter, die nicht mehr als 10 % des Nennwertes der Anleihe besitzen, nicht gegen die Umschuldung stimmen. Internationale Institutionen hingegen, wie beispielsweise der IWF,

befürworten die Mehrheitsvorschrift von 75 %. Da zu hohe Grenzen für die Mehrheitsvorschriften Umschuldungen nicht vereinfachen, ist eine Mehrheitsvorschrift von 75 % angemessen.

Die Einbindung von anderen als den Mehrheitsklauseln, wie zum Beispiel von **Teilungsklauseln**, **Aggregationsklauseln** oder **collective representation clauses** sollte davon abhängig gemacht werden, inwieweit sie das Trittbrettfahrerverhalten und das *rush-to-the-court-house*-Problem lösen. Repräsentativklauseln tragen zu einem schnelleren und geordneteren Umschuldungsverfahren bei, da es einfacher ist, eine heterogene Gläubigergruppe zu kontaktieren und mit ihnen zu verhandeln. Aggregationsklauseln lösten zwar das Problem mehrere Anleihen und Schuldtitel zusammenzufassen, aber die Durchführung ist relativ kompliziert, da die Koordination der verschiedenen Gläubiger mit Schwierigkeiten verbunden ist.

Da es relativ schwierig werden wird, alte Anleihen ohne Kollektivklauseln in neue Anleihen mit Kollektivklauseln umzutauschen, sollten nur neue Anleihen Kollektivklauseln enthalten. Obwohl die Kollektivprobleme dann nur bei einem Teil der Anleihen gelöst werden können, würde dies zu einer schnelleren und geordneteren Umschuldung von Staatsanleihen führen.

Sobald Kollektivklauseln auf den Märkten akzeptiert sind, werden die Nachteile des *first mover* und das Signalproblem nicht mehr auftreten. 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 der Artikel-IV-Konsultationen könnte der IWF prüfen, ob die Länder Kollektivklauseln in ihre neu emittierten Anleiheverträge eingebunden haben. Die Länder könnten dem IWF auch regelmäßig Kopien der Anleiheverträge schicken. Der IWF könnte dann 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.

Exit consents

Im Rahmen einer Umstrukturierung von Staatsanleihen, bei der alte Anleihen in neue Anleihen umgetauscht werden, besteht häufig das Problem, dass ein Teil der Anleihehalter der Umstrukturierung nicht zustimmt und daher nicht bereit ist, die alten Anleihen in neue umzutauschen. Mit Hilfe von Kollektivklauseln ist es möglich, eine Minderheit von Gläubigern in eine Umschuldung einzubinden. Anleihen nach amerikanischem Recht beinhalten aber beispielsweise keine Kollektivklauseln, daher können Änderungen der Zahlungsbedingungen nur mit der Zustimmung aller Anleihehalter vorgenommen werden.

Aber es gibt die Möglichkeit, mit einer einfachen Mehrheit und der Zustimmung des Emittenten Vertragsbedingungen in den Anleihen zu ändern, die keine Zahlungsbedingungen darstellen. Derartige Änderungen werden **Ausstiegsvereinbarungen** (*exit consents/exit amendments*) genannt. Mit diesen Änderungen sollen diejenigen Anleihehalter bestraft werden, die nicht an Umstrukturierungen teilnehmen und auf diese Weise versuchen, Verluste zu verhindern. Daher werden Änderungen in den Verträgen der alten Anleihen so vorgenommen, dass die alten Anleihen weniger attraktiv sind als die neuen Anleihen. Zu solchen Änderungen in den Verträgen gehören beispielsweise:

- Die Beeinträchtigung der Liquidität der Anleihen: Die alten Anleihen werden an den Börsen nicht mehr zugelassen, so dass die Anleihen an Börsen nicht mehr gehandelt werden können.
- Die Aufgabe oder Verwässerung von finanziellen Vertragsklauseln: Finanzklauseln, wie zum Beispiel Drittverzugsklauseln könnten abgeschafft werden. Aufgrund dieser Klausel können die Gläubiger von Anleihen eines Schuldners die sofortige Fälligkeit auch fordern, wenn die Zahlung bei einer anderen Anleihe dieses Schuldners eingestellt wird.
- Die Abschaffung von Klauseln, die es den Anleihehaltern generell ermöglicht, an Schuldenumstrukturierungen teilzunehmen.
- Der Verzicht auf die Immunität des Staates: Im Rahmen von Verträgen von Staatsanleihen verzichtet der Staat auf seine Immunität, da er hier als Vertragspartner (Schuldner) auftritt. Dieser Verzicht auf die Immunität wird mit Hilfe von *exit consents* aufgehoben.
- Die Einführung von tilgungsfreien Perioden.

Obwohl *exit consents* bisher nur in Ecuador und in der Ukraine angewandt wurden, spielt dieses Instrument indirekt eine bedeutende Rolle, da es bei Umstrukturierungen als Drohpotential der Schuldner gegenüber den Gläubigern fungiert. Allerdings verlören die Schuldner an Reputation, wenn sie mit Hilfe von diesen Instrumenten eine Umschuldung ihrer Anleihen erzwingen. Mit diesem Instrument kann das Trittbrettfahrerverhalten von Gläubigern begrenzt werden, weil eine Minderheit von Gläubigern eine Mehrheit nicht ausbeuten kann.

Da die *exit consents* unterschiedlich ausgestaltet werden können und in den Verträgen für Staatsanleihen nicht immer festgehalten ist, welche *exit consents* von den Schuldnern angewandt werden können, sind *exit consents* für die Gläubiger im

Vergleich zu Kollektivklauseln mit mehr Unsicherheiten verbunden. Aus diesem Grunde fordern die privaten Akteure, in den Anleiheverträgen festzuhalten, dass *exit consents* nur zulässig sind, wenn alle Anleihehalter zustimmen. Die Möglichkeit *exit consents* anzuwenden, könnte einen Anreiz bieten, generell Kollektivklauseln in Staatsanleihen einzubinden. Daher sollten *exit consents* wie bisher mit einer einfachen Mehrheit der Anleihehalter umgesetzt werden können.

Zahlungseinstellung

Zu einer Zahlungseinstellung gehört ein *standstill* (Stillhalteabkommen) und ein Moratorium. Bei einem *standstill* setzt der Schuldner in Absprache mit den Gläubigern seine Zahlungen für eine bestimmte Zeit aus. Ein Moratorium hingegen ist dadurch gekennzeichnet, dass ein Schuldner einseitig die Aussetzung der Zahlungen beschließt. Dennoch ist die Grenze zwischen diesen beiden Arten der Schuldenaussetzung nicht eindeutig, da ein Moratorium eine stillschweigende Zustimmung der Gläubiger nach sich ziehen kann.

Dieses Instrument kann zwar alle Probleme des kollektiven Handelns begrenzen, aber es ist mit vielen Schwierigkeiten verbunden. Eine Zahlungseinstellung, die zwischen den Gläubigern und dem Schuldner vereinbart wurde, kann verhindern, dass eine Minderheit von Gläubigern eine kooperative Verhandlung stört. Zudem ist es bei einer Zahlungseinstellung für die Gläubiger schwieriger, ihre Schuldtitel zu verkaufen. Klagerechtsprozesse könnten mit einer formellen Umsetzung der Zahlungseinstellung durch eine Erweiterung der *Articles of Agreement* des IWF-insbesondere VIII2b – abgewendet werden. Zahlungseinstellungen können zwar zur Bewältigung einer Verschuldungskrise beitragen, sollten jedoch nur dann herangezogen werden, wenn kein anderes Instrument mehr zur Verfügung steht, da diese Maßnahme mit sehr vielen Problemen behaftet ist. Besonders bedenklich ist, dass der Einsatz dieses Instrumentes eine neue Verschuldungskrise auslösen kann, da die Zahlungseinstellung eine umfangreiche Kapitalflucht auslösen kann.

Umstrukturierung von Interbankenkrediten

Da der Umfang und die Volatilität der kurzfristigen Kredite zwischen Banken aus den Industrieländern und Schwellenländern die Stabilität des internationalen Finanzsystems gefährden können, ist eine rechtzeitige und geordnete Umschuldung von Interbankenkrediten zur Krisenbewältigung notwendig. Eine Umschuldung kann erheblich zur Verbesserung der Zahlungsfähigkeit beitragen. Im Vergleich zu Anleihehaltern stellen die ausländischen Gläubiger von Interbankenkrediten eine kleinere und homogenere Gruppe dar, so dass eine Umschuldung mit weniger Koordinationsproblemen verbunden ist.

Eine Umstrukturierung von Interbankenkrediten kann in unterschiedlicher Form erfolgen, wobei die geeignete Vorgehensweise von der jeweiligen Situation eines Landes abhängt. Beispielsweise wurde in der Koreakrise die Umschuldung der Interbankkredite mit einer Staatsgarantie der koreanischen Regierung unterstützt. Diese Lösung war angemessen, weil in Korea vor der Krise eine solide Finanzpolitik betrieben wurde, so dass Staatsgarantien die Haushaltslage nicht übermäßig gefährdeten.

Der IWF-Vorschlag für ein internationales Insolvenzrecht

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 Koordinierungsprobleme – *rush to the exit*, *rush to the court house* und das Trittbrettfahrerverhalten – zu lösen. Zudem stellt das internationale Insolvenzverfahren bisher den einzigen Lösungsvorschlag dar, der verschiedene Schuldenklassen aggregieren sowie die Zusammenfassung innerhalb dieser Klassen lösen könnte. Aus diesen Gründen wird das Insolvenzverfahren weiterhin in der Diskussion bleiben und wird mittelfristig in der Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen eine wichtige Rolle spielen.

1 Einleitung

Seit der Asienkrise 1997 sind die Stimmen, die eine neue internationale Finanzarchitektur fordern, immer lauter geworden. Dies spiegelt eine wachsende Unzufriedenheit mit dem internationalen Geld- und Währungssystem wider, das bisher nur unzureichend an die Veränderungen der zunehmenden Globalisierung angepasst wurde.

Ein wesentliches Merkmal der Globalisierung ist der enorme Anstieg der privaten Kapitalflüsse über die Landesgrenzen hinweg. Im vergangenen Jahrzehnt war der Nettozufluss internationaler privater Schuldtitel in Schwellen- und Entwicklungsländer zeitweise zwei- bis dreimal so hoch wie der Nettozufluss öffentlicher Kredite. Einerseits tragen private Kapitalflüsse dazu bei, durch eine verbesserte Kapitalallokation den Wohlstand der Staaten zu erhöhen. Andererseits können volatile Kapitalbewegungen Krisen auslösen, die wohlfahrtsmindernd sind. Die Verschuldungskrisen in Asien (1997), Russland (1998), Brasilien (1999/2002), Türkei (2002) und Argentinien (2000/2001) führten zu hohen Wohlfahrtsverlusten, nicht nur in den Krisenländern selbst, sondern auch in vielen anderen Staaten, die mit den Krisenländern wirtschaftlich eng verflochten sind. Wegen dieser Volatilität der Kapitalflüsse ist eine Stabilisierung notwendig.

Da die finanziellen Mittel des öffentlichen Sektors zur Krisenbewältigung begrenzt sind, ist es erforderlich, dass die Einbeziehung des privaten Sektors zur Regel wird. Private Gläubiger sollten sowohl in die Prävention als auch in die Bewältigung von Krisen einbezogen werden. Dies wird in der Literatur als *bail-in* der Privaten bezeichnet. In diesem Zusammenhang wird häufig eine gerechte Lastenteilung (*burden-sharing*) zwischen den privaten und den öffentlichen Gläubigern gefordert.

Eine gerechte Lastenteilung ist aber am ehesten im Rahmen von vorher festgelegten Regeln oder Instrumenten möglich als in Ad-hoc-Verfahren, in denen von Einzelfall zu Einzelfall entschieden wird, da es im Zuge von Ad-hoc-Verfahren für einzelne Gläubiger eher möglich ist, ihre Interes-

sen auf Kosten der anderen Gläubiger durchzusetzen. Allerdings sollten die Regeln so flexibel sein, dass sie die spezifische Situation eines Landes berücksichtigen können. Regeln, die für alle Beteiligten auf den internationalen Finanzmärkten gelten sollten, können einen allgemein gültigen Rahmen für Umschuldungen darstellen. In den Instrumenten für die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen wird festgelegt, nach welchen Verfahren umgeschuldet werden kann.

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich überwiegend auf die privaten Gläubiger, die sowohl privaten als auch öffentlichen Schuldern gegenüberstehen. Es werden ausschließlich Lösungsansätze für Finanzkrisen diskutiert, in die private Gläubiger einbezogen werden können. Bei den privaten Gläubigern handelt es sich vor allem um private Banken sowie private und institutionelle Anleger, wie zum Beispiel Pensionsfonds und Hedgefonds.

Abbildung 1 zeigt in Matrixform die wichtigsten Schuldner- (Spalte) und Gläubigerstrukturen (Zeile) in den jüngsten Krisen. Auffallend ist, dass die privaten Banken in Krisen die wichtigste Gläubigergruppe darstellten. In Thailand und Korea beispielsweise standen private Schuldner überwiegend privaten Banken als Gläubiger gegenüber.

Die vorliegende Studie ist wie folgt strukturiert. Im zweiten Kapitel wird die Frage behandelt, warum private Gläubiger in die Vermeidung und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen einbezogen werden sollten. Im dritten Kapitel werden die Probleme dargestellt, die bei der Einbindung privater Gläubiger auftreten können. Verschiedene Lösungsansätze zur Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von Verschuldungskrisen werden im vierten und fünften Kapitel diskutiert. Zudem werden die bisherigen Erfahrungen mit diesen Instrumenten in verschiedenen Ländern aufgezeigt. Im sechsten Kapitel werden wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen sowohl für die Prävention als auch für die Lösung von Verschuldungskrisen gegeben.

Abbildung 1: Gläubiger- und Schuldnerstrukturen in Verschuldungskrisen				
S C H U L D N E R	GLÄUBIGER			
		Öffentliche	Private Banken	Private Nicht-Banken
	Öffentliche	Russland (1998)	Mexiko (1995) Russland (1998) Argentinien (2001)	Mexiko (1995) Russland (1998) Argentinien (2001)
	Private Banken		Korea (1997) Thailand (1997) Argentinien (2001)	
Private Nicht-Banken		Indonesien (1997) (vorwiegend)	Indonesien (1997) (teilweise)	
Quelle: Erweiterte Darstellung auf der Grundlage von Reisen (1999), S. 15				

2 Gründe für die Einbindung privater Gläubiger

2.1 Gerechte Lastenverteilung (*burden sharing*) zwischen den Gläubigern

Ein Grund für die Beteiligung privater Gläubiger an der Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen ist die Forderung nach einer gerechten Lastenteilung (*burden sharing*) zwischen den privaten und den öffentlichen Gläubigern. Alle Gläubiger sollen die Lasten einer Umstrukturierung der Schulden oder eines Schuldnerlasses im Verhältnis zur Höhe ihrer Verbindlichkeiten tragen (*inter creditor equity*).

Gilt dieser Grundsatz der Gleichbehandlung aller Gläubiger nicht, besteht die Gefahr eines **Trittbrettfahrerverhaltens** von Gläubigern: Es lohnt sich für den einzelnen Gläubiger nicht, sich an einer Umstrukturierung zu beteiligen, sondern für ihn ist es günstiger, abzuwarten bis der Schuldner in einer besseren finanziellen Situation ist, um dann seine Forderungen zu 100 % geltend zu machen. Im Rahmen der Umschuldungen öffentlicher Schulden gegenüber öffentlichen Gläubi-

gern im Pariser Club stellt die Gleichbehandlung einen wesentlichen Grundsatz dar.¹

Die Forderung nach der Gleichbehandlung aller Gläubiger ist aber umstritten. Die *Emerging Market Trade Association* (EMTA)² befürwortet eine flexible Behandlung der Schuldner, da eine gemeinsame Lösung für alle Gläubigerklassen und alle Gläubiger nicht die spezifischen Charakteristika der Gläubiger berücksichtigt.³ Im September 1999 stellte die EMTA Verfahrensgrundsätze zur Lastenteilung zwischen privaten und öffentlichen Gläubigern vor (Kasten 1).

1 Vgl. IWF (2000d).

2 Die EMTA ist eine private Vereinigung von Investoren und Handelsunternehmen mit Interessen in Schwellenländern und wurde 1990 im Zuge der Umschuldungen im Rahmen des Brady Plans gegründet. Mit dem Ziel, Marktmechanismen für den Handel von Schuldtiteln zu fördern, errichtete eine kleine Gruppe wichtiger internationaler Finanzinstitute die LDC *Debt Trades Association*, die 1992 in EMTA umbenannt wurde. Zu ihren Aufgaben gehört zum Beispiel die Entwicklung von Kapitalmärkten in Entwicklungsländern oder die Bereitstellung einer Diskussionsplattform für Händler und Investoren. Außerdem unterstützt die EMTA die Integration der Entwicklungsländer in die internationalen Finanzmärkte. Vgl. EMTA (2001a).

3 Vgl. EMTA (1999a).

Kasten 1: EMTA: Verfahrensgrundsätze zur Lastenteilung zwischen privaten und öffentlichen Gläubigern
<ul style="list-style-type: none"> • Schuldner sollten vom öffentlichen Sektor zu Wirtschaftsreformen veranlasst werden, so dass sie ihre Schulden bedienen können. Gleichzeitig sollten sie gesetzlich dazu gezwungen werden, ihre Schulden zu bedienen. • Eine Lastenteilung zwischen dem privaten und öffentlichen Sektor ist nur in Ausnahmefällen angemessen, wenn der Debitor seine Schulden nicht bezahlen kann und der öffentliche Sektor finanzielle Hilfe leistet. • Eine Lastenteilung kann nur von Fall zu Fall angewandt werden, aber sie sollte von Verfahrensgrundsätzen begleitet werden. • Grundsätzlich sollten alle Instrumente in das <i>burden sharing</i> einbezogen werden. Allerdings bedeutet dies nicht, dass alle Instrumente gleich behandelt werden, da die unterschiedlichen Charakteristika der Instrumente und ihre Auswirkungen, wie zum Beispiel auf den Zugang zu den internationalen Finanzmärkten, berücksichtigt werden sollten. • Die Umstrukturierung von Anleihen sollte mit marktorientierten Instrumenten durchgeführt werden. Dabei sollten die Schuldner ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen.
Quelle: Vgl. EMTA (1999b), S. 3

Burden sharing oder die Lastenteilung zwischen dem privaten und öffentlichen Sektor ist aus Sicht der EMTA schwierig, weil Schulden gegenüber öffentlichen und privaten Gläubigern oft sehr unterschiedlich sind. Im Pariser Club wird über Schulden von öffentlichen Institutionen bei öffentlichen Gläubigern verhandelt. Diese Kredite werden häufig zu nicht-marktlichen Bedingungen gewährt und sind oft mit politischen oder wirtschaftlichen Zielen der Geberländer verbunden, wie zum Beispiel die Vergabe von konzessionären Krediten, um Exporte von Gläubigerländern zu finanzieren. Aus diesem Grunde stellt die EMTA das Konzept der Lastenteilung und damit der Gleichbehandlung von Schulden bei privaten und öffentlichen Gläubigern in Frage.

Die EMTA nennt Beispiele, in denen eine Gleichbehandlung und damit ein *burden sharing* der privaten und öffentlichen Gläubiger fraglich gewesen ist. Der private Sektor habe im August 2000 mehr als 99 % der sowjetischen Schulden im Rahmen des Londoner Clubs, die Russland nach Auflösung der Sowjetunion vollständig übernommen habe, umgeschuldet. Dabei habe der private Sektor einen beträchtlichen Anteil des Nennwertes der Schulden erlassen. Die russischen

Verhandlungspartner versicherten, dass sie bei den Umschuldungen im Pariser Club Ende 2000/2001 vergleichbare Umstrukturierungen der Schulden anstreben würden. Damit hat der private Sektor Verluste hingenommen, bevor der öffentliche Sektor mit dem Schuldner verhandelt hatte. Ebenso hat der private Sektor im August 2000 die Brady Bonds und die staatlichen Eurobonds Ecuadors umgeschuldet bevor die Verhandlungen im Pariser Club stattfanden.

Da die Gläubiger des Pariser Club verlangen, dass sowohl die öffentlichen Gläubiger, die nicht dem Pariser Club angehören als auch die privaten Gläubiger zu denselben Bedingungen umschulden wie die Gläubiger im Pariser Club, werden die Vertragsbeziehungen der privaten Gläubiger mit den Schuldnerländern durch die Vereinbarungen erheblich beeinflusst. Aus diesem Grunde fordert die EMTA zu recht, dass die privaten Gläubiger an den Verhandlungen im Pariser Club beteiligt werden und sogar Mitspracherecht erhalten.⁴

⁴ Vgl. EMTA (2001b).

Eine Gleichbehandlung der öffentlichen und privaten Gläubiger ist notwendig, damit die privaten Gläubiger auch bereit sein werden, im Rahmen von Umschuldungen auf einen Teil ihrer Forderungen zu verzichten. In derselben Weise ist die Gleichbehandlung aller Gläubiger innerhalb von Schuldenklassen und im Rahmen eines Schuldeninstrumentes, wie zum Beispiel einer Anleihe, erforderlich und auch einfacher durchführbar als eine Gleichbehandlung verschiedener Schuldenklassen, da innerhalb eines Instrumentes und einer Schuldenklasse etwa zu gleichen Bedingungen Kredite vergeben werden.

2.2 Hohe Bedeutung internationaler privater Schuldtitel im Verhältnis zu den öffentlichen Krediten

Seit Anfang der 90er Jahre ist die Bedeutung privater Schuldtitel⁵ im Vergleich zu öffentlichen Krediten stark gestiegen. Öffentliche Kredite reichen daher bei weitem nicht mehr aus, um internationale Verschuldungskrisen zu verhindern oder zu bewältigen. Dies gilt insbesondere auch deswegen, weil internationale private Kapitalflüsse durch eine deutlich höhere Volatilität gekennzeichnet sind als internationale öffentliche Kapitalflüsse.

Die Bedeutung einer Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen ist vor allem von der Entwicklung privater Schuldtitel abhängig, die in den 90er Jahren durch zwei Trends gekennzeichnet war. Erstens stiegen die Nettozuflüsse privater Schuldtitel in Entwicklungsländer zwischen 1990 und 1997⁶ erheblich an (Abbildung 2).

Ursächlich für die stark zunehmende Bereitstellung privater Mittel, wie zum Beispiel in Form von Anleihen für Entwicklungsländer zwischen 1992 und 1997, war im wesentlichen ein höheres Vertrauen der Investoren in die Zahlungsfähigkeit der Schuldner.⁷

Zweitens war der Nettozufluss bei den internationalen privaten Schuldtiteln in den 90er Jahren sehr viel volatiler als bei internationalen öffentlichen Krediten, was wesentlich zu den internationalen Verschuldungskrisen in den 90er Jahren beigetragen hat. Der Rückgang der internationalen privaten Schuldtitel seit 1998 ist im Wesentlichen auf die Finanzkrisen in Asien (1997), Russland (1998), Brasilien (1999), Türkei (2000) und Argentinien (2000/2001) zurückzuführen.

Die Struktur der Kapitalflüsse in Entwicklungsländer hat sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten stark geändert. In den 80er Jahren waren bei den internationalen privaten Schuldtiteln Bankkredite an staatliche Institutionen in Entwicklungsländer dominant (Tabelle 1). Deswegen wurden Zahlungsprobleme in der Regel durch eine Umschuldung und Abschreibung dieser Kredite gelöst. In den 90er Jahren hingegen gewannen vor allem Anleihen an Bedeutung.

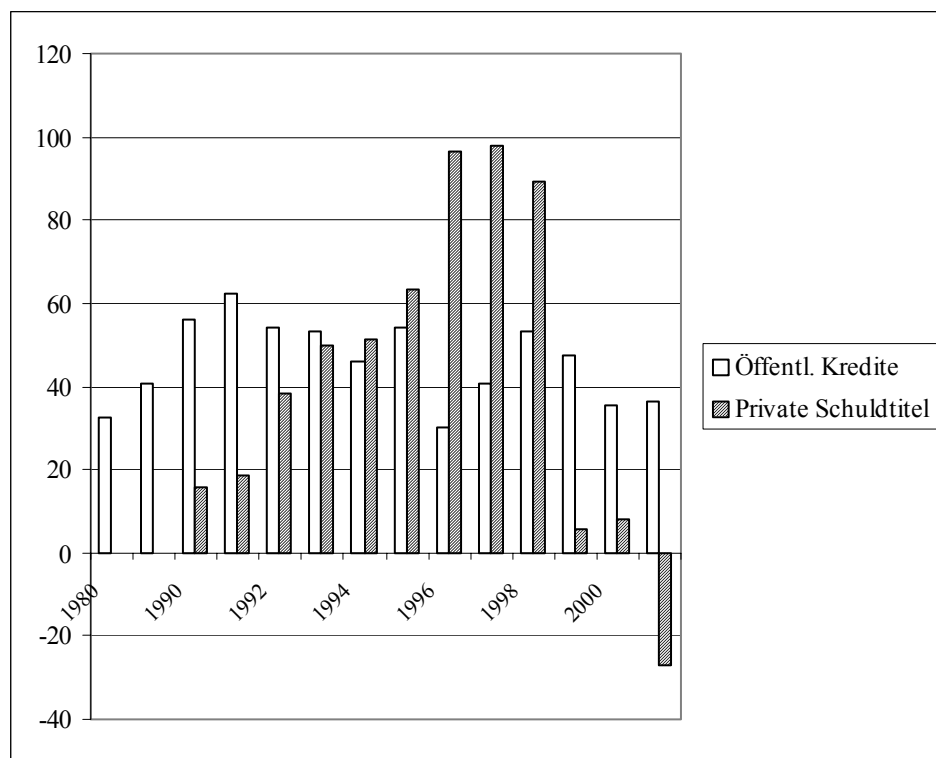
5 Laut Statistiken der Weltbank zählen Bankkredite, Anleihen und sonstige Schuldtitel zu dieser Kategorie, wobei sonstige Schuldtitel nicht näher definiert werden.

6 Der Begriff Entwicklungsländer wird in der vorliegenden Arbeit entsprechend der Definition der Weltbank gebraucht. Vgl. Weltbank (1999). Die Weltbank zählt auch Schwellenländer, wie zum Beispiel Argentinien, Brasilien, Mexiko, Indonesien, Südkorea, Ungarn, Polen, Russland oder die Türkei zu den Entwicklungsländern.

Die Auslandsverschuldung bei privaten Gläubigern ist besonders bei Schwellenländern relevant.

7 Vgl. Weltbank (1997), S. 5–6.

Abbildung 2: Langfristige private und öffentliche Nettokapitalflüsse^a in Entwicklungsländer, 1980–2001^b, in Mrd. US \$



^a Langfristig bedeutet, dass die Kapitalflüsse eine Laufzeit von mehr als einem Jahr haben.

^b Die Daten für 2001 sind vorläufig.

Quelle: Weltbank (2002)

Tabelle 1: Struktur langfristiger^a Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer, 1980–2001, in Mrd. US \$

	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Total	82,5	73,4	98,5	260,2	306,6	341,4	336,7	271,8	261,1	196,5
Öffentliche Kredite	32,6	40,7	55,9	54,1	30,3	40,7	53,4	47,4	35,3	36,5
Private	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
Bankkredite	30,8	8,5	3,2	30,9	32,2	45,6	51,9	-23,3	-6,1	-32,3
Anleihen	1,1	6,0	1,2	30,7	62,3	49,6	40,9	29,5	16,9	9,5
Sonstige Schuldtitel	9,2	7,3	11,3	1,7	2,1	2,9	-3,4	-0,5	-2,5	-4,0

^a Langfristig bedeutet, dass die Kapitalflüsse eine Laufzeit von mehr als einem Jahr haben.

^b Die Daten für 2001 sind vorläufig.

^c 1980 wurden keine Angaben über das Beteiligungskapital gemacht. Da es 1985 mit weniger als 10 Millionen US \$ völlig unbedeutend war und erst in den 90er Jahren stark an Volumen gewann, ist anzunehmen, dass es 1980 gleichermaßen unbedeutend war.

^d 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 (1992), S. 18 und (2002), S. 32

2.3 *Moral-hazard*-Verhalten bei privaten Gläubigern

Die Beteiligung privater Gläubiger an der Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen wird außerdem damit begründet, dass dies *moral hazard* entgegenwirkt und so durch eine effizientere Kapitalallokation eine Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte erreicht werden kann.⁸

Moral hazard von Gläubigern liegt dann vor, wenn sie bei ihren Entscheidungen Risiken ungenügend berücksichtigen, da sie in Krisensituationen öffentliche Finanzierungshilfen erwarten.⁹ Private Investoren haben dadurch einen geringeren Anreiz, ihre Kreditvergabe sorgfältig zu überprüfen und nur solventen Schuldern Kredite zu gewähren.¹⁰

hätten und so *moral hazard* privater Gläubiger gefördert hätten. Zur Bewältigung der Krisen seien Steuergelder genutzt worden, was eine teilweise Sozialisierung der Verluste bedeute. Ein derartiges Verhalten internationaler Finanzinstitutionen hätte zu Fehlanreizen für sehr risikante Kapitalanlagen geführt.¹¹

Der Umfang öffentlicher Finanzhilfen in den Krisen der 90er Jahre war beträchtlich. Insgesamt bewilligte die internationale Gemeinschaft innerhalb von nur 16 Monaten 181,3 Mrd. US \$ (Tabelle 2). Diese Summe übertraf vorhergehende Hilfspakete – abgesehen von Mexiko¹² – bei weitem. Die IWF-Kredite für Brasilien (1998), Mexiko (1995), Thailand (1997) und Indonesien (1997) lagen zwischen 500 % und 700 % ihrer Quote. In Korea betrug die Kredite sogar 1900 % der Quote.¹³

	IWF	Multilateral^a	Davon: Weltbank	Bilateral^b	Gesamt (Σ)
Indonesien	11,2	10	5,5	26,1	42,3
Korea	20,9	14	10	23,3	58,2
Thailand	4	2,7	1,5	10,5	17,2
Russland	11,2	1,5	1,5	9,9	22,6
Brasilien	18	9	4,5	14,5	41
Summe	65,3	37,2	23	84,3	181,3

a Multilateral: Weltbank, Asiatische Entwicklungsbank und Inter-Amerikanische Entwicklungsbank
b Hier fehlen genauere Angaben über die Kreditgeber.
Quelle: Weltbank (1999)

Im Zusammenhang mit der Mexiko-, der Asien-, der Russland- und der Brasilienkrise wurde immer wieder kritisiert, dass der IWF und andere internationale öffentliche Finanzinstitutionen zu hohe Geldbeträge zur Krisenbewältigung eingesetzt

⁸ Vgl. Crockett (1999), S. 1–2.

⁹ Vgl. Roubini (2000a), S. 25.

¹⁰ Vgl. Mishkin (1997), S. 12–13 und Mishkin (1999), S. 4–5.

¹¹ Vgl. Greenspan (1998), S. 3; Haldane (1999), S. 195; Meltzer (1998), S. 267ff. und (2000), S. 3; Roubini (2000a), S. 29.

¹² Für Mexiko betrug die finanzielle Hilfe internationaler Organisationen 1994 insgesamt 51,6 Mrd. US \$. Der IWF gewährte Kredite in Höhe von 17,8 Mrd. US \$. Vgl. BIZ (1998), S. 134.

¹³ Vgl. Goldstein (2000), S. 5; *Council on Foreign Relations* (1999), S. 15.

Auch wenn die Hilfspakete der internationalen Organisationen umfangreich waren, so ist zu berücksichtigen, dass die privaten kurzfristigen Kapitalabflüsse die öffentlichen Finanzhilfen erheblich überstiegen.¹⁴ Ob die Interventionen internationaler Organisationen – insbesondere des IWF – zu erheblichen *moral-hazard*-Problemen bei Gläubigern führen, wird in der Literatur kontrovers diskutiert.¹⁵

Zahlreiche auf allgemeinen theoretischen Überlegungen basierende Studien, wie zum Beispiel von Cline, Meltzer, Roubini und Willet, unterstützen die These, dass *moral hazard* auf den internationalen Finanzmärkten infolge von Krediten der internationalen Gemeinschaft existiert.¹⁶ Begründet wird dies mit der Erwartung privater Investoren, dass die internationale Gemeinschaft in Krisensituationen die privaten Gläubiger rettet, d.h. ein *bail-out* privater Gläubiger stattfindet. Ähnlich argumentieren Vertreter der amerikanischen und britischen Zentralbanken.¹⁷ Zudem sind einige Autoren der Meinung, dass *moral hazard* in Russland vorlag, weil die Investoren annahmen, dass Russland politisch zu wichtig sei, als dass die internationale Gemeinschaft Russland keinen Kredit mehr gewähren würde.¹⁸

Das *Institute of International Finance* (IIF)¹⁹ geht dagegen davon aus, dass *moral hazard* nur eine

geringe Rolle spielt, weil privater Gläubiger mit hohen Verlusten rechnen müssen. So verloren Anleihehalter und Banken im Zuge der Asien- und Russlandkrise laut Schätzungen vom IIF rund 73 Mrd. US \$.²⁰ Diese Zahlen sind allerdings wenig aussagekräftig, da unklar ist, wie hoch die Verluste im Vergleich zum Einsatz des gesamten Kapitals waren, wie hoch die erwarteten Gewinne waren und in welchem Umfang öffentliche Mittel erwartet worden waren.

Einige Beiträge stützen sich dabei auf empirische Tests, die jedoch mit vielen Schwierigkeiten verbunden sind. Das Verhalten privater Investoren kann – wenn überhaupt – nur indirekt überprüft werden. Es müsste empirisch nachgewiesen werden, dass private Investoren höhere Risiken eingehen, wenn sie annehmen, internationale Organisationen würden im Krisenfall finanzielle Mittel bereitstellen. Zudem ist es problematisch, geeignete Indikatoren zu finden. Aufgrund dieser grundlegenden Schwierigkeiten sind empirische Studien wenig aussagekräftig.

3 Probleme bei der Einbindung privater Gläubiger

Koordinierungsprobleme von privaten Gläubigern bei der Umstrukturierung von Schulden verhindern eine geregelte und kostengünstige Umschuldung insbesondere von Staatsanleihen, die den größten Teil der ausländischen Staatsschulden ausmachen, aber auch von anderen Forderungen,

Industrienationen gegründet, inzwischen ist die Mitgliederzahl auf mehr als 300 angestiegen. Das Institut hat im wesentlichen drei Ziele: Erstens sollen die Aktivitäten der Mitglieder in den Entwicklungsländern unterstützt werden. Hierzu bietet es verschiedene Dienstleistungen an, wie zum Beispiel die Bereitstellung von Daten oder die Analyse der wirtschaftlichen Entwicklung in den Entwicklungsländern. Zweitens bietet es ein Diskussionsforum für private und öffentliche Akteure auf den internationalen Finanzmärkten. Drittens sollen Aspekte der bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen erörtert werden. Vgl. IIF (2001a) und (2001b).

14 Vgl. BIZ (1998), S. 170.

15 Für eine Diskussion über *moral-hazard*-Verhalten von privaten Gläubigern vgl. Eichengreen (2000b), S. 15ff.; Haldane (1999), S. 191ff.; Lane / Phillips (2000); Meltzer (1998), S. 267ff. und (2000); Nunnenkamp (1999).

16 Vgl. Cline (2000), S. 6; Meltzer (1998), S. 267ff. und (2000), S. 3; Roubini (2000b), S. 29; Willett (1999), S. 4.

17 Vgl. Greenspan (1998), S. 3 und Haldane (1999), S. 195.

18 Vgl. Corrigan (2000), S. 139; Dell'Araccia et al. (2000); Lane / Philipps (2000).

19 Das IIF und die EMTA stellen für die Verschuldungsproblematik die zwei wichtigsten privaten Finanzinstitutionen dar. Das IIF ist ein Zusammenschluss internationaler Geschäfts- und Investitionsbanken sowie einiger Versicherungskonzerne und multinationaler Unternehmen, Handelsunternehmen und anderer privater multinationaler Organisationen. Es wurde 1983 infolge der internationalen Schuldenkrise von 38 Banken führender

20 Vgl. IIF (1999a), S. 59 und S. 61 und (1999b), S. 13.

wie zum Beispiel Bankkrediten. Die Umschuldung von Staatsanleihen ist mit größeren Koordinierungsproblemen verbunden als die Umschuldung von anderen Schuldtiteln, weil die Gläubiger von Staatsanleihen eine heterogenere Gruppe darstellen als die Gläubiger von anderen Schuldtiteln. Internationale Bankkredite werden beispielsweise häufig von Banksyndikaten gewährt, die aus wenigen internationalen Großbanken bestehen. Da diese wenigen Banken sich kennen und nicht nur in einem Land zusammenarbeiten, entsteht eine Abhängigkeit voneinander. Daher gibt es für die Banken einen Anreiz, sich kooperativ gegenüber den anderen Banken zu verhalten. Darüber hinaus vereinbaren die Banken in der Regel eine Teilungsklausel, in der festgelegt ist, dass alle Erträge aus Klagen gegenüber dem Schuldner zwischen den Banken entsprechend ihrer Forderungen aufgeteilt werden.²¹

Im Rahmen einer Umstrukturierung von Schulden spielen bei der Koordinierung von privaten Gläubigern drei Probleme des kollektiven Handelns (*collective action problem*) eine bedeutende Rolle: der *rush to the exit*, der *rush to the court house* und das Trittbrettfahrerverhalten / *hold-out*-Problem. Diese Koordinierungsprobleme können von einem Instrument allein nicht vollständig behoben werden.

3.1 Der *rush to the exit*

Wenn Gläubiger befürchten, dass der Schuldner in eine Verschuldungskrise gerät, werden sie versuchen, ihre Forderungen möglichst schnell zu verkaufen (*rush to the exit*). Dabei ist es für den einzelnen Gläubiger rational, seine Forderungen vor den anderen Gläubigern zu veräußern, da bei Liquiditätsengpässen der Schuldner diejenigen Anleihehalter einen höheren Verkaufswert ihrer Anleihe erzielen, die vor anderen Gläubigern ihre Anleihen abstoßen. Dieser Verkauf der Anleihen führt dazu, dass ihr Wert auf den internationalen Finanzmärkten sinkt. Der Wertverlust erschwert die Emission von neuen Anleihen, bzw. führt zu

steigenden Risikoaufschlägen der Gläubiger und damit zu steigenden Kreditzinsen für die Anleihen der betreffenden Staaten. Steigende Kosten können die finanzielle Lage der Schuldner verschlechtern und eine Verschuldungskrise auslösen. Die Gefahr, dass eine Verschuldungskrise auf diese Weise verursacht wird, ist um so größer, je kürzer die Laufzeiten der Anleihen sind.

3.2 Der *rush to the court house*

Einzelne Gläubiger haben dann einen Anreiz, ihre Forderungen vor Gericht einzuklagen, wenn sie entweder als erste Gläubiger ihre Klagen durchsetzen und die verbleibenden Aktiva erhalten können oder, wenn sie erste Hand auf diese Forderungen haben und auf diese Weise ihre Forderungen geltend machen können. Bei einem *rush to the court house*²² besteht die Gefahr, dass viele Gläubiger mit ihren Ansprüchen vor Gericht ziehen, um ihre Forderungen einzuklagen. Daraufhin würde der Wert der Anleihen insgesamt sinken. Koordiniertes Handeln der Gläubiger könnte dagegen einen Wertverfall verhindern. Aus diesem Grund führt individuelles Handeln oft zu schlechteren Ergebnissen als kollektives Handeln.²³

Auch wenn Klagen gegen Staaten bisher in der Praxis relativ selten vorgekommen sind, kann auch die Androhung einer Klage negative Wirkungen auf den Wert der Anleihen haben.²⁴ Grundsätzlich ist es für private Gläubiger schwierig, ihre Forderungen gegenüber einem Staat geltend zu machen, weil ein Staat, der sich in Zahlungsschwierigkeiten befindet, erstens häufig wenige wertvolle und liquide Aktiva hat, die die Gläubiger entschädigen könnten. Zweitens ist es relativ zeitaufwendig, gegen einen Staat zu klagen, da ein Staat in der Regel vor Gericht besser geschützt ist als private Gläubiger.²⁵

21 Vgl. Dixon / Wall (2000), S. 142–143.

22 Der *rush to the court house* wird in der Literatur vereinzelt auch *grab race* genannt.

23 Vgl. Roubini (2002a), S. 3.

24 Vgl. Dixon / Wall (2000), S. 143.

25 Vgl. Roubini / Setser (2003).

3.3 Das Trittbrettfahrerverhalten / *hold-out*-Problem

Darüber hinaus besteht das Problem eines **Trittbrettfahrerverhaltens** von Gläubigern. Eine Umschuldung, die für eine Mehrheit von Gläubigern vorteilhaft ist, kann von einer Minderheit von Gläubigern (Trittbrettfahrer) blockiert werden. Auf diese Weise kann eine geregelte und zügige Umschuldung verhindert werden. Einerseits haben Gläubiger 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. Andererseits haben Gläubiger einen Anreiz, einer Umstrukturierung nicht zuzustimmen, wenn die Gefahr besteht, dass eine sich an der Umstrukturierung nicht beteiligende Minderheit nach der Umschuldung ihre Forderungen geltend machen kann. Wenn dieses Koordinationsproblem nicht gelöst werden kann, besteht die Gefahr, dass die Umschuldung für alle Beteiligten mit höheren Kosten verbunden ist als eine kooperative Lösung.²⁶ In Kasten 2 wird ein bekanntes Beispiel für Trittbrettfahrerverhalten dargestellt.

4 Ansätze zur Einbindung privater Gläubiger in die Prävention von Verschuldungskrisen

Grundsätzlich wird zwischen Maßnahmen zur Prävention und Maßnahmen zur Bewältigung von Verschuldungskrisen unterschieden. Dabei kann bei einzelnen Instrumenten nicht immer eine klare Trennlinie zwischen diesen beiden Kategorien gezogen werden, da einige Lösungsansätze sowohl der Krisenprävention als auch der -bewältigung dienen. Dennoch ist diese Unterscheidung wichtig, damit verschiedene Instrumente auch in Situationen angewandt werden können, in denen noch keine Krise ausgebrochen ist. In diesem Abschnitt werden schwerpunktmäßig diejenigen präventiven Schritte behandelt, an denen private Gläubiger beteiligt sind, wie zum Beispiel ein *code of conduct*, vorsorgliche Kreditlinien und der Dialog zwischen Gläubigern und Schuldern.²⁷

Kasten 2: Der Fall der *Elliott Associates*

Ein bekanntes Beispiel für das Trittbrettfahrerverhalten ist der Fall der *Elliott Associates*. Diese haben 1996 peruanische Schuldpapiere in Höhe von 20 Mrd. US \$ auf dem Sekundärmarkt erworben und an der Umschuldung, die vom peruanischen Staat angeboten wurde, nicht teilgenommen. Damit die Umschuldungen mit anderen Gläubigern nicht in Gefahr gerieten und um ein aufwendiges und langwieriges Gerichtsverfahren zu verhindern, entschloss sich der peruanische Staat zu einem Vergleich. Die *Elliott Associates* konnten dadurch einen größeren Anteil ihrer Forderungen realisieren als die anderen am Umschuldungsverfahren teilnehmenden Gläubiger.

Quelle: Vgl. Hefeker (2002), S. 686, IWF (2001a), S. 12

26 Vgl. IWF (2002e), S. 3; Roubini (2002b).

27 Andere präventive Maßnahmen, die bei privaten oder öffentlichen Schuldern, aber nicht bei privaten Gläubigern ansetzen, sind für die Einbindung privater Gläubiger nicht relevant, wie zum Beispiel die Errichtung von Überwachungssystemen für die Verbindlichkeiten von Schuldern, die Einführung von bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen bei Schuldern (Kernprinzipien der BIZ) in den Schuldnerländern oder die Veröffentlichung von Daten, insbesondere von kurzfristigen Kapitalbewegungen.

4.1 Code of conduct

4.1.1 Ziele eines code of conduct

Um ein ‚gerechtes‘ *burden sharing* zu erreichen, schlagen Vertreter von öffentlichen und privaten Institutionen freiwillige Verhaltenskodexe (*code of conduct*) für Schuldner und Gläubiger zur Krisenprävention und auch zur Krisenbewältigung vor, die komplementär zu anderen Ansätzen für die Umstrukturierung von Schulden (z. B. Insolvenzrechtsverfahren oder vertraglich vereinbarten Kollektivklauseln) eingesetzt werden. In Krisensituationen sollen diese Prinzipien beispielsweise die Kooperation zwischen Gläubigern und Schuldnern vereinfachen. Zudem soll vermieden werden, dass Krisen von einem auf ein anderes Land übergreifen, indem die Erwartung der Investoren positiv beeinflusst werden. Ein *code of conduct* hat das Ziel, die Interessen der Gläubiger und der Schuldner sowie der Gläubiger untereinander auszubalancieren. Für den Schuldner ist die Befolgung der Prinzipien wichtig, um den Zutritt zu den internationalen Finanzmärkten möglichst rasch zurück zu gewinnen. Für die Gläubiger soll der *code of conduct* die Unsicherheit über ein Schuldner-*moral-hazard* reduzieren.

4.1.2 Ausgestaltungsformen für einen code of conduct

Grundsätzlich unterstützen zwar die meisten Marktteilnehmer²⁸ die Einführung eines Verhaltenskodex für die Prävention und Lösung von Verschuldungskrisen, allerdings gehen die Meinungen über die sinnvolle Ausgestaltung eines *code of conduct* weit auseinander. Die wichtigsten Vorschläge für die Formulierung eines Verhaltenskodex sind die Folgenden:

- der *code of good conduct*: Trichet-Vorschlag vom Januar 2003, der von der

französischen Zentralbank veröffentlicht wurde²⁹,

- die Verfahrensgrundsätze der G7-Staaten zur Einbindung des Privatsektors und
- der Vorschlag für einen *code of conduct* von den wichtigsten privaten Finanzinstitutionen³⁰ vom Januar 2003.

Der Trichet-Vorschlag für einen code of good conduct

Der von Jean-Claude Trichet vorgeschlagene *code of good conduct* soll für alle Beteiligten Verhaltensregeln (Kasten 3) vorgeben, die bei einer finanziellen Anspannung oder Zahlungsunfähigkeit eines Landes eingehalten werden. Er soll sowohl zur Krisenprävention als auch zur Krisenbewältigung beitragen, indem die Vorhersehbarkeit und Transparenz der Verhandlungsprozesse für eine Umschuldung verbessert werden. Der *code of good conduct* soll nicht rechtlich verankert werden. Im Kern ist der *code of good conduct* ein marktorientierter Ansatz, bei dem die vertraglichen Beziehungen so lange wie möglich aufrecht erhalten bleiben sollen.

Dieser Verhaltenskodex stellt einen breiten Rahmen für Einzellösungen bzw. für spezielle Länderregelungen dar. Einerseits soll dieser Kodex den Investoren Transparenz und Sicherheit bieten, andererseits soll er es den Akteuren ermöglichen, flexibel zu handeln und verschiedene Instrumente in einer jeweils angemessenen individuellen Kombination einzusetzen.

28 Vgl. EMTA et al. (2003); Group of 7 (2003); Group of 24 (2003); IWF (2003b), S. 17ff.

29 Der Vorschlag der französischen Zentralbank für einen Verhaltenskodex ist als der Trichet-Vorschlag bekannt. Vgl. Banque de France (2003).

30 Zu diesen Gruppen gehören die *Emerging Markets Trade Association* (EMTA), das *Institute of International Finance* (IIF), die *International Primary Market Association* (IPMA), *The Bond Market Association*, die *Securities Industry Association*, die *International Securities Market Association* und die *Emerging Markets Creditors Association*. Vgl. EMTA et al. (2003).

Kasten 3: Trichet-Vorschlag für einen *code of good conduct*

- 1) **Früher Dialog zwischen Schuldnern und Gläubigern** vor und während einer Umstrukturierung von Schulden. Ein früher und permanenter Dialog ermöglicht es, Probleme bei Schuldendienstzahlungen rechtzeitig aufzudecken und zu lösen.
- 2) **Fairer Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten:** Der *code of good conduct* sollte festlegen, welche Informationen den Gläubigern bereit gestellt werden, damit die Gläubiger in die Lage versetzt werden, eine befriedigende Analyse über die Verschuldungssituation durchzuführen.
- 3) **Faire Gläubigerrepräsentation:** Die Gläubiger sollten bei der Beratung und Entscheidung über die Umschuldungsmodalitäten fair repräsentiert sein. Dabei könnte die Gläubigerrepräsentation auf bereits existierenden Modalitäten basieren, wie zum Beispiel auf solchen, die in den Kollektivklauseln wie etwa den Mehrheitsklauseln festgehalten werden.
- 4) **Zügige und kooperative Verhandlungen:** Sobald die Verhandlungen über eine Umschuldung begonnen haben, sollten sich die Verhandlungspartner zügig einigen und ein kooperativer Verhandlungsprozess sollte gewährleistet werden.
- 5) **Gleichbehandlung aller Gläubiger:** Dieses Prinzip soll einerseits gewährleisten, dass alle Gläubiger während der Umschuldungen gleich behandelt werden. Wenn die Gefahr besteht, dass Trittbrettfahrerverhalten möglich ist, werden die meisten Gläubiger zögern, sich an der Umschuldung zu beteiligen. Andererseits ist es in einigen Situationen notwendig, einige Schuldenkategorien von einem Umstrukturierungsprozess auszuschließen, wie zum Beispiel Exportkredite, damit die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft auch während der Verhandlungen nicht beeinträchtigt wird.
- 6) **Faire Lastenverteilung zwischen dem Schuldner und den Gläubigern:** Bei einer Umschuldung sollen die Kosten fair auf die Schuldner und die Gläubiger verteilt werden.
- 7) **Vertrauensvolle Verhandlungen (*good faith*):** Gläubiger und Schuldner sollen im guten Glauben verhandeln. Die Schuldner sollten erstens gewährleisten, dass die Umschuldungskosten für die Gläubiger möglichst gering sind. Zweitens sollten die Schuldner die Verträge möglichst lange einhalten. Die Gläubiger sollten anerkennen, dass eine Reduzierung der Forderungen notwendig werden könnte.
- 8) **Aufrechterhaltung der Finanzposition des Schuldners** während der Umschuldungsgespräche: Die finanzielle Lage des Schuldners sollte sich nicht infolge der Umschuldungsverhandlungen verschlechtern, weil dann die Rückzahlungsfähigkeit des Schuldners gefährdet ist.
- 9) **Rasche Wiederherstellung der Schuldentragfähigkeit des Krisenlandes:** Mittelfristig stellt die umgehende Wiederherstellung der Schuldentragfähigkeit das vorrangige Verhandlungsziel dar.

Quelle: Vgl. Banque de France (2003)

Anhand der folgenden drei Verschuldungsszenarien wird im Konzept aufgezeigt, wie die Einhaltung der Prinzipien zu einer geeigneten Lösung führen kann.

- a) Im ersten Szenario hat der Schuldner kurzfristig Probleme, die Schuldendienstzahlungen zu leisten und es besteht die Gefahr, dass sich die Situation weiterhin verschlechtert. Um eine weitere Verschlechterung der Lage zu verhindern, sind geeignete Umschuldungsverfahren

und Verhandlungen notwendig, wie zum Beispiel die Verlängerung der Vertragslaufzeiten. Die Befolgung von zentralen Verhaltensprinzipien trägt zu einer zügigen Umschuldung bei, wie zum Beispiel Prinzip 1 – Früher Dialog zwischen Schuldnern und Gläubigern – oder Prinzip 2 – Fairer Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten – ohne dass langwierige neue Verhandlungen notwendig sind.

- b) Im zweiten Szenario kann der Schuldner zwar noch die Schuldendienstzahlungen leisten, aber die Schulden können auf Dauer nicht getragen werden. In dieser Situation beabsichtigt der Schuldner, neue Verhandlungen über die Schulden einzuleiten. Die Prinzipien sollen dazu beitragen, eine zügige und gerechte Verhandlung zu führen. Hierbei spielen Prinzip 4 – Zügige und kooperative Verhandlungen – und Prinzip 2 – Fairer Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten – eine wichtige Rolle.
- c) Im dritten Szenario können die Schulden auf Dauer nicht mehr getragen werden und der Schuldner hat die Schuldendienstzahlungen bereits ausgesetzt. In dieser Situation zielt der *code of conduct* darauf ab, unkooperative Umschuldungsverhandlungen der Beteiligten zu verhindern. Ein geeignetes IWF-Anpassungsprogramm und ein *lending into arrears* des IWF soll dazu beitragen,

Verfahrensgrundsätze der G7-Staaten zur Einbindung des Privatsektors bei Finanzkrisen

Die G7-Staaten³¹ haben sich auf dem Kölner Wirtschaftsgipfel im Juni 1999 auf einige Verfahrensgrundsätze zur Einbindung des Privatsektors bei Finanzkrisen geeinigt (Kasten 4).

Diese Prinzipien sollen in Krisensituationen eine geordnete Lösung der Krisen unterstützen und die Kooperation zwischen Gläubigern und Schuldern bei Krisen vereinfachen sowie die Erwartung der Investoren positiv beeinflussen, so dass das Schuldnerland den Zugang zu den internationalen Finanzmärkten zurück gewinnt.³²

Der *code of conduct*-Vorschlag der privaten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten

Im Januar 2003 publizierten die international wichtigsten Zusammenschlüsse privater Gläubi-

Kasten 4: G7-Staaten: Verfahrensgrundsätze zur Einbindung des Privatsektors bei Finanzkrisen	
<ul style="list-style-type: none"> • Die Einbindung des Privatsektors sollte die Länder nicht ihrer Pflicht entledigen, ihre Verträge einzuhalten und damit ihre Schulden vollständig und rechtzeitig zu begleichen. • Damit die Marktdisziplin funktioniert, sollten die Gläubiger die Risiken selber tragen, d.h. Rettungsaktionen des öffentlichen Sektors sollen <i>moral hazard</i> nicht begünstigen. • Die Vor- und Nachteile einer Verringerung der Schulden gegenüber dem Privatsektor sollten abgewägt werden. Die Reduzierung der Schulden gegenüber privaten Gläubigern kann einerseits den Ländern über kurzfristige Liquiditätsschwierigkeiten hinweghelfen und die notwendigen öffentlichen Kredite senken. Ferner trägt dies dazu bei, dass private Gläubiger vorsichtigeren Investitionsentscheidungen treffen. Andererseits besteht die Gefahr, dass der Zugang zu den internationalen Finanzmärkten für Schuldner aus Krisenländern eingeschränkt wird. • Die Gleichbehandlung unterschiedlicher privater Gläubiger sollte gewährleistet werden, so dass zum Beispiel die Forderungen von Anleihehaltern und Banken gleichrangig behandelt werden. • Kooperative Lösungen zwischen Gläubigern und Schuldern sollten gefördert werden. 	
Quelle:	G7 (1999), S. 11–12

die Krise zu bewältigen und eine faire Anwendung des *code of conduct* zu gewährleisten. Besonders wichtig sind hier Prinzip 4 – Zügige und kooperative Verhandlungen – und Prinzip 8 – Aufrechterhaltung der Finanzposition des Schuldners – damit sich die Beteiligten zügig auf eine Umschuldung einigen können.

ger³³ gemeinsam einen gesetzlich und vertraglich ungebundenen Verhaltenskodex für den Umgang mit Finanzierungsproblemen in Schwellenländern

31 Vgl. G7 (1999), S. 11-12; IWF (2000d), S. 52.

32 Vgl. G7 (1999), S. 11–12.

33 Vgl. EMTA et al. (2003)

(Kasten 5). Im Rahmen der Krisenprävention zielt der Kodex darauf ab, Umschuldungen zu vermeiden und im Rahmen der Krisenbewältigung soll der Kodex Umschuldungen vereinfachen sowie den Zugang zu den internationalen Finanzmärkten wieder herstellen. Die Vertreter der privaten Finanzinstitutionen betonen, dass der Verhaltenskodex nicht einem *bail out* des privaten durch den öffentlichen Sektor dient.

Außerdem wird vorgeschlagen, eine Gruppe (*Joint Monitoring Group*) zu errichten, die beobachtet, ob die Grundsätze des *code of conduct* eingehalten werden. Diese Gruppe würde sich aus Vertretern der Schuldnerländer, der Gläubigerländer, privaten Investoren und Gläubigern, dem IWF und der BIZ zusammensetzen. Gläubiger oder Schuldner hätten die Möglichkeit, diese Gruppe jederzeit zu konsultieren.

4.1.3 Bewertung

Ein Verhaltenskodex stellt das wichtigste Instrument zur Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von Verschuldungskrisen für alle Marktteilnehmer – Gläubiger, Schuldner und den öffentlichen Sektor dar. Ein *code of conduct* kann zwar zur Lösung der Koordinationsprobleme – *rush to the exit*, Trittbrettfahrerverhalten oder ein *rush to the court house* – beitragen, aber er kann diese Probleme nicht vollständig beheben. Ein Verhaltenskodex kann weder verhindern, dass ein *rush to the exit* stattfindet oder einen formalen Schutz gegen Klagen von Gläubigern bieten, noch kann er einen definitiven Schutz gegenüber Trittbrettfahrerverhalten darstellen.

Aber ein gut ausgestalteter *code of conduct* kann dazu beitragen, eine *road map* vorzugeben, die beschreibt, wie Schuldner und Gläubiger die Umstrukturierung von Schulden koordinieren sollten, damit die Schulden für den betroffenen Staat wieder tragfähig werden. Die in einem *code of conduct* aufgestellten Verhaltensgrundsätze können bei einer Umstrukturierung zur Lösung folgender Koordinierungsprobleme 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:** Ein möglicher Koordinierungsmechanismus ist die Anwendung des Prinzips der Gleichbehandlung, wie sie im Pariser Club vereinbart wurde.
- **Die Koordinierung einer Umschuldung mit der Wirtschaftspolitik im Schuldnerland:** Im *code of conduct* können Verhaltensgrundsätze aufgestellt werden, die eine Koordinierung der Umschuldung mit der Wirtschaftspolitik des Schuldnerlandes vorsehen.
- **Die Koordinierung der Gläubiger:** Bei der Entscheidung über mögliche Lösungsansätze kann ein *code of conduct* dazu beitragen, die Gläubiger zu koordinieren.³⁴

34 Vgl. Roubini / Setser (2003), S. 9–10.

Kasten 5: Vorschlag der privaten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten für einen *code of conduct***I. Krisenprävention**

1. Aufbau von gut funktionierenden Kapitalmärkten
2. Durchführung einer gründlichen Analyse und eines Risikomanagements von Investoren und Gläubigern
3. Aufbau von marktbasieren Wechselkurssystemen
4. Entwicklung einer zentralen Datenbasis über Staatsschulden
5. Freiwillige Einbindung von Kollektivklauseln in Staatsanleihen
6. Staaten sollten sich an die *Special Data Dissemination Standards* (SDDS) des IWF halten.

II. Krisenbewältigung**A) Staaten als Schuldner sollten**

1. eine stabilitätsorientierte Makropolitik verfolgen und eine Strukturreform durchführen, um eine Basis für neues Wachstum zu legen
2. mit dem IWF zusammenarbeiten, um ihre Politiken zu stärken und, um finanzielle und programmatische Hilfe zu erhalten
3. sich an einem frühen und intensiven Dialog mit den wichtigsten Investoren und Gläubigern beteiligen, um möglichst schnell wieder das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen
4. Maßnahmen vermeiden, die die Rechte der ausländischen und inländischen Investoren verletzen, um Kapitalflucht zu verhindern
5. geeignete Schritte einleiten, um Krisen zu vermeiden, wie zum Beispiel die Kontaktaufnahme mit Gläubigerkomitees und Beratung mit den bedeutenden Gläubigern
6. sich regelmäßig mit den Gläubigern treffen
7. bei einer Umstrukturierung mit den Verhandlungen umgehend beginnen, im guten Glauben und direkt mit einer breiten repräsentativen Gläubigergruppe verhandeln
8. alle finanziellen Verbindlichkeiten und zentralen Aspekte der Wirtschaftspolitik und deren Reformen und IWF-Programme offen legen
9. alle Gläubiger gleich behandeln
10. eine vergleichbare Umschuldung mit den bilateralen öffentlichen Gläubigern anstreben
11. die Schuldendienstzahlungen während der Verhandlungen leisten
12. intensiv mit den Anleihehaltern verhandelt haben, bevor der Schuldner Umstrukturierungsbedingungen festlegt
13. garantieren, dass die Vertragsbedingungen vollständig erhalten bleiben

B) Die Marktteilnehmer sollten

1. an einem aktiven Dialog mit den Schuldnern teilnehmen, damit die Schuldner das Vertrauen der Märkte und auch den Zugang zu den Märkten zurückgewinnen
2. die volle Verantwortung für die Investitionen in Schwellenländern übernehmen
3. anerkennen, dass die Entscheidungen des IWF über die Kreditvergabe mit der IWF-Politik übereinstimmen muss
4. Banken und Investmenthäuser sollten eine Teilnahme an einer freiwilligen, branchenweiten und zeitweisen Aufrechterhaltung von Handels- und Interbankkrediten in Erwägung ziehen, dabei sollten die Schuldendienste fortgeführt und eine überzeugende Wirtschaftspolitik im Rahmen der IWF-Programme durchgeführt werden
5. Schritte für einen übereinstimmenden Ansatz mit dem Schuldner und anderen Gläubigern durchführen, wie zum Beispiel die Einrichtung eines Gläubigerkomitees, Kontaktaufnahme mit den offiziellen Vertretern der Schuldner etc.
6. in ständigem Kontakt mit dem Schuldner stehen und mit anderen Gläubigern umgehend in Komitees zusammenarbeiten, wenn der Schuldner beabsichtigt seine Schulden umzustrukturieren sowie im guten Glauben verhandeln

C) Der IWF und die G10 sollten

1. die Politik und das Handeln des Schuldners unterstützen, die mit dem *code of conduct* übereinstimmen
2. Politikempfehlungen für eine stabilitätsorientierte Politik geben
3. Unterstützung leisten, einen Zahlungsverzug zu verhindern
4. Finanzierungshilfen für den Schuldner bereitstellen
5. die Umstrukturierung der bilateralen Kredite zu vergleichbaren Bedingungen wie die private Forderungen unterstützen
6. Kapitalkontrollen nur in Ausnahmefällen billigen
7. an Konsultationen mit den wichtigsten privaten Gläubigern teilnehmen
8. Auszahlungen an Länder, die die grundlegenden Rechte der ausländischen Investoren und Gläubiger verletzen, aussetzen

Quelle: EMTA et al. (2003)

Die Verfahrensgrundsätze bieten einen allgemein gültigen Rahmen, der genügend Handlungsspielraum liefert, um in einzelnen Ländern flexibel die speziellen Charakteristika der Verschuldung bzw. Rückzahlungsfähigkeit berücksichtigen zu können. Einerseits sollen diese Prinzipien den Investoren Transparenz und Sicherheit bieten, andererseits soll er es den Akteuren ermöglichen, flexibel zu handeln und verschiedene Instrumente in einer jeweils angemessenen individuellen Kombination einzusetzen.

Ein wichtiger Unterschied zwischen diesen beiden Konzepten besteht darin, dass der Vorschlag der Privaten³⁵ zwischen Verhaltensgrundsätzen für Schuldner, Gläubiger und dem öffentlichen Sektor, wie zum Beispiel IWF und G10, unterscheiden. Außerdem geht der Vorschlag der Privaten im Gegensatz zum Trichet-Vorschlag über Verhaltensprinzipien im Rahmen von Umschuldungsprozessen insofern hinaus, als dass konkrete wirtschaftspolitische Handlungsanweisungen auch für andere wirtschaftspolitische Bereiche vorgegeben werden sollen, wie zum Beispiel hinsichtlich der Wechselkurspolitik oder Kapitalverkehrskontrollen. Gegen den Vorschlag der Privaten wird eingewandt, dass er eher die Interessen der Privaten unterstützt. Der Verhaltenskodex von Trichet hingegen beinhaltet neun Prinzipien, die von allen Beteiligten gleichermaßen angewandt werden sollen.

4.2 Vorsorgliche Kreditlinien (*contingent credit lines*)

Im Rahmen von vorsorglichen Kreditlinien³⁶ gewähren internationale Großbanken und andere private Finanzinstitute³⁷ öffentlichen oder privaten

Finanzinstitutionen in Entwicklungsländern ex ante vereinbarte auf in Fremdwährung lautende Kreditlinien, auf die diese bei einer drohenden Krise ohne weitere Verhandlungen zurückgreifen können. Das Instrument soll in erster Linie einer Krise bereits im Vorfeld vorbeugen, aber es kann auch zur Krisenbewältigung beitragen.³⁸

Für die Bereitstellung der Kreditlinien zahlt der Schuldner eine Prämie, und er muss den Kredit zum Beispiel mit Staatsanleihen besichern. Damit ähnelt diese Fazilität einer privaten marktwirtschaftlichen Versicherung: Der Schuldner zahlt die Versicherungsprämie für die mögliche Inanspruchnahme. Der Kredit kann jederzeit ohne weitere Zustimmung der Kreditgeber gezogen werden.³⁹

Argentinien

Ein Beispiel für die Einrichtung von vorsorglichen Kreditlinien ist Argentinien. Im Krisenfall hatte die argentinische Notenbank die Möglichkeit, auf einen Kreditrahmen in Höhe von 4,7 Mrd. US \$ mit einer Laufzeit von zwei bis fünf Jahren zurückgreifen, der von 16 internationalen Großbanken bereitgestellt wurde.

Damit bot die Fazilität einen zusätzlichen Puffer, der ein Viertel der Währungsreserven, die Ende 1997 bei 22 Mrd. US \$ lagen, umfasste. Die Zentralbank hatte eine Put-Option (Verkaufsoption), d.h. die argentinische Notenbank erhielt liquide Mittel (Währungsreserven) gegen Sicherheiten in Form von argentinischen Staatsanleihen. Die Bereitstellungsgebühr betrug 0,33 %, und bei Bean-

35 In der Literatur über die Einbindung privater Gläubiger werden die privaten Gläubiger, wie zum Beispiel Banken oder andere private Akteure auf den internationalen Finanzmärkten „Private“ genannt.

36 In der Literatur werden hierfür ebenfalls die Begriffe Eventual-Kreditlinien oder Eventualfazilitäten verwandt.

37 Auch öffentliche Institutionen können vorsorgliche Kreditlinien anbieten. Ein Beispiel hierfür ist der IWF,

der seit 1999 auch eine vorsorgliche Kreditlinie (*contingent credit line*) bereitstellt. Sie soll einer Krisenprävention dienen und wurde erstmals im Frühjahr 2001 eingesetzt. Vgl. Fischer (2000); IWF (1999e), S. 3–4 und (2000d), S. 77 Da sich diese Arbeit aber auf die privaten Gläubiger konzentriert, werden die bereitgestellten Kreditlinien der öffentlichen Finanzinstitutionen nicht näher diskutiert.

38 Vgl. Drage / Mann (1999), S. 56; IWF (1999), S. 10ff. und S. 32ff.; (2000d), S. 18–20; Speyer (1999), S. 11.

39 Vgl. Drage / Mann (1999), S. 56; Kletzer / Mody (2000), S. 18–20.

sprachung musste ein Zinssatz in Höhe von LIBOR (London Interbank Offered Rate) plus 2,05 % bezahlt werden. Als im September 2001 eine Krise ausbrach, nahm die argentinische Notenbank 1,8 Mrd. US \$ in Anspruch.⁴⁰

Mexiko und Indonesien

Im November 1997 gewährten 33 internationale Finanzinstitutionen der mexikanischen Regierung Kreditlinien in Höhe von rund 3 Mrd. US \$ zu einem Zins von LIBOR plus einer Zinsspanne von 0,5 % bis 1,0 %.⁴¹ Die Fazilität stand für ein Jahr zur Verfügung und konnte für ein weiteres Jahr erneuert werden. Die Rückzahlung sollte 18 Monate nach ihrer Inanspruchnahme erfolgen.⁴²

Die mexikanische Regierung nahm diese Fazilität (2,66 Mrd. US \$) kurz nach ihrer Einrichtung in Anspruch. Obwohl sich Mexiko an die Richtlinien hielt, ist die Ansicht weit verbreitet, dass die Inanspruchnahme nicht notwendig gewesen wäre. Die Kreditlinien wurde gezogen, weil ihre Zinsen deutlich unter den Marktzinsen lagen, so dass diese Kreditlinie nicht als Notkredit diente. Eine Lösung für dieses Problem besteht darin, die Zinsen regelmäßig an die Marktzinsen anzupassen. Mit der Ziehung ging für Mexiko ein Reputationsverlust einher. Die Zinsen für mexikanische Anleihen stiegen unmittelbar nach Inanspruchnahme der Kreditlinie für eine kurze Zeit (eine Woche) um 100 Basispunkte. Zudem wurde dieser Kredit bereits im März 1999 umgeschuldet: 70 % der Kreditlinie (1,9 Mrd. US \$) wurden in Instrumente mit einer Laufzeit von 2 bis 5 Jahren umgewandelt. Außerdem zahlte die Regierung schon im Februar 1999 rund 0,5 Mrd. US \$ zurück. Dies war möglich, da sie diese Summe aus

den Erlösen einer zehnjährigen Staatsanleihe bekam.⁴³

Auch in Indonesien wurde zwischen 1994 und 1997 eine vorsorgliche Kreditlinie eingeführt. Wie in Mexiko nahm Indonesien die bereitgestellte Fazilität im Frühjahr 1998 in Anspruch.⁴⁴ Dabei wurden allerdings nur zwei Drittel der Kreditlinie gezogen (rund 700 Mrd.). Die mexikanischen und die indonesischen vorsorglichen Kreditlinien wurden nach ihrer Inanspruchnahme nicht mehr weitergeführt. Ein wesentlicher Grund für die Aufgabe war, dass für vorsorgliche Kreditlinien Zinsen gezahlt werden müssen, die für die Länder mit zu hohen Kosten verbunden gewesen wären. Denn der Zins für die Bereitstellung der Kredite ist von der Einschätzung der Marktteilnehmer für die Wahrscheinlichkeit der Ziehung abhängig.⁴⁵

Bewertung

Obwohl dieses Instrument bisher nur in drei Ländern (Argentinien, Mexiko und Indonesien) implementiert wurde und daher die Erfahrungen begrenzt sind, erscheinen die vorsorglichen Kreditlinien als guter Ansatz, private Gläubiger in die Krisenprävention einzubeziehen. Da die kurzfristigen privaten Kapitalbewegungen die Kapazität der öffentlichen Finanzinstitutionen erheblich überschreiten, kann der private Sektor mit der Bereitstellung der vorsorglichen Kreditlinien den öffentlichen Sektor maßgeblich entlasten.

Dieses Instrument hat den Vorteil, dass es die Bereitschaft der privaten Banken signalisiert, im Krisenfall Kredite zu gewähren. Damit wird das Vertrauen der Banken in die jeweilige Wirtschaftspolitik unterstrichen.⁴⁶ Wenn sich der Zinssatz an den Kapitalmarktzinsen orientiert, ist diese Fazilität eine effiziente Versicherung zu

40 Vgl. Hawkins / Turner (2000), S. 38–39; Speyer (1999), S. 11. Über die weitere Verwendung der Fazilität gibt es keine Informationen.

41 Für die ersten sechs Monate wird ein Zins in Höhe von LIBOR plus 0,5 %, in den zweiten von LIBOR plus 0,75 % und in den letzten sechs Monaten von LIBOR plus 1 % gefordert. Vgl. Sidaoui (2000), S. 129.

42 Vgl. Sidaoui (2000), S. 128–129.

43 Vgl. IWF (1999), S. 11 und S. 33; IIF (1999a), S. 35–36; Sidaoui (2000), S. 129–130.

44 Vgl. IWF (1999), S. 33. Weitere Informationen über Indonesien sind nicht erhältlich.

45 Vgl. Eichengreen (2000b), S. 8.

46 Vgl. Speyer (1999), S. 11.

Marktpreisen. Da der Privatsektor eingebunden wird, um ungünstige externe Entwicklungen auszugleichen, wird die Last zwischen privatem und öffentlichem Sektor besser verteilt. Darüber hinaus haben diese Fazilitäten eine stabilisierende Wirkung, da sie im Krisenfall eine Finanzierungsmöglichkeit darstellen.⁴⁷

Ein Nachteil ist, dass bei den Schuldnern *moral hazard* auftreten könnte. Dieses Problem kann entschärft werden, indem die Bedingungen für die Kreditaufnahme genau festgelegt werden. Weiterhin besteht die Gefahr, dass diese Kreditlinien nicht komplementär zu anderen Krediten, sondern substitutiv vergeben werden. Wirksam sind diese Fazilitäten aber nur, wenn sie zusätzlich zu anderen Krediten gewährt werden. Daher sollte die Bewilligung dieser Kreditlinien nicht zur Folge haben, dass andere Kredite beschränkt werden.⁴⁸

Vorsorgliche Kreditlinien werden eher Staaten eingeräumt, die eine solide Wirtschaftspolitik und solide mikroökonomische Strukturen im Unternehmens- und im Bankensektor vorzuweisen haben, aber gerade in diesen Ländern ist die Wahrscheinlichkeit einer Krise gering.⁴⁹ Dies mindert die Wirksamkeit dieses Instruments. Darüber hinaus könnten Politiker dazu veranlasst werden, notwendige wirtschaftspolitische Reformen nicht oder nur langsam durchzuführen. Das IIF ist aber der Ansicht, dass dieses Problem langfristig nicht auftritt, da Politiker auch unabhängig von der Gewährung dieser Kreditlinien die Notwendigkeit von Reformen erkennen würden.⁵⁰ Die folgenden Beispiele greifen vorliegende Erfahrungen mit dem Instrument der vorsorglichen Kreditlinien auf.

4.3 Dialogforum zwischen Gläubigern und Schuldnern

Ziele eines Dialogforums

Ein intensiver Dialog zwischen Gläubigern und Schuldnern soll Informationsdefizite über die wirtschaftliche Lage und Verschuldung der Schuldnerländer minimieren und damit die Transparenz erhöhen. Daher trägt ein intensiver Dialog zur Vertrauensbildung bei und führt zu geringeren Risikoprämien. Außerdem soll diese Maßnahme das Übergreifen einer Krise auf andere Länder verhindern. Aufgrund des besseren Informationsflusses treten überraschende Verschlechterungen bei der Einschätzung der Gläubiger über die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes seltener auf.⁵¹ Dialogforen haben überwiegend präventiven Charakter, sie können aber auch die Bewältigung einer Krisensituation erleichtern.

Ausgestaltungsformen und Bewertung von Dialogforen

Für die Ausgestaltung von Dialogforen könnten **Analystentreffen bei Aktiengesellschaften** als Vorbild dienen. Dabei sollten die Zusammenkünfte regelmäßig und in kurzen Zeitabständen (ein bis zwei Monate) stattfinden. Regelmäßige Treffen ermöglichen ein schnelles Reagieren der Beteiligten, da die Gläubiger frühzeitig über die Probleme der Anleihehalter informiert sind. Im Vergleich zu einem Gremium, das erst bei einer drohenden Krise einberufen wird, liefern Treffen im Rahmen eines regelmäßigen Dialogforums kein negatives Signal.⁵²

Diesen Vorteilen stehen einige Probleme gegenüber. Die Auswahl der Teilnehmer ist mit Schwierigkeiten verbunden, da erstens die Anzahl der Gläubiger sehr hoch sein kann, wie zum Beispiel

47 Vgl. IWF (1999), S. 10–11 und S. 32.

48 Vgl. Kletzer / Mody (2000), S. 19.

49 Vgl. Speyer (1999), S. 11.

50 IIF (1999a), S. 37.

51 Für die meisten Autoren steht der präventive Charakter dieses Instrumentes im Vordergrund. Vgl. Deutsche Bundesbank (1999), S. 43; IIF (1999b), S. 3; IWF (1999), S. 8 und (2000e), S. 120; Speyer (1999), S. 8–9.

52 Vgl. IIF (1999b), S. 33; Speyer (1999), S. 9.

bei Anleihen, und es daher mit prohibitiv hohen Kosten verbunden wäre, wenn alle Gläubiger teilnehmen würden. Zweitens wechseln die Anleihehalter häufig, da die Papiere auch auf Sekundärmärkten gehandelt werden. Eine Lösung stellt eine Kombination aus ständigen und wechselnden Teilnehmern dar. Alternativ könnte das Schuldnerland regelmäßige Informationsgespräche anbieten, bei denen die Teilnahme freiwillig ist. Zusätzlich besteht das Risiko, dass einige Schuldner derartige Dialoge ausnutzen, um Umschuldungsverhandlungen zu initiieren. Da die Koordinationsprobleme bei regelmäßigen Treffen sinken, ist die Barriere niedriger, mit den Gläubigern andere Konditionen auszuhandeln. Weitere Hindernisse für einen intensiveren Dialog sind die hohe Sensitivität einiger Länderinformationen, die Vorliebe einiger wichtiger Investoren für individuelle Treffen sowie der Wunsch vieler Anleihehalter, anonym zu bleiben.⁵³

Darüber hinaus können **bestehende Institutionen**, wie zum Beispiel der Pariser Club oder der IWF Dialogforen bieten. Der IIF schlägt vor, eine aus privaten Finanzinstitutionen bestehende Beratungsgruppe (*Private Sector Advisory Group*) einzurichten, die den regelmäßigen Dialog mit den anderen Marktteilnehmern organisieren könnte.⁵⁴

Der *Council on Foreign Relations*⁵⁵ empfiehlt, einen Dialog mit **ad hoc steering committees** umzusetzen. Ein solches Gremium soll dann eingesetzt werden, wenn sich ein Land in Zahlungsschwierigkeiten befindet und soll sich aus den wichtigsten privaten Gläubigern des betreffenden Landes zusammensetzen. Alle Beteiligte – das Schuldnerland, der Pariser Club und andere internationale Organisationen – sollen mit dieser

Gruppe zusammenarbeiten.⁵⁶ Da dieses Gremium nur dann einberufen wird, wenn sich ein Land in Zahlungsschwierigkeiten befindet, kann es ein negatives Signal setzen. Aus diesem Grund sollten die Dialogforen regelmäßig und vor allem auch in Situationen stattfinden, in denen ein Land nicht in Zahlungsschwierigkeiten ist. Erfahrungen mit Dialogforen liegen in Mexiko, Russland und Korea vor.

Mexiko

Im Jahr 1996 wurde in Mexiko ein *Investor Relations Office* im Finanzministerium als Reaktion auf die Krise von 1994/95 eingerichtet. Dieses Büro erstellt vierteljährlich Berichte für Investoren. Damit verbunden sind Telefonkonferenzen für Analysten und Investoren, so dass Informationen permanent ausgetauscht werden können. Darüber hinaus reisen die mexikanischen Vertreter der Regierung zu den größten Finanzzentren und diskutieren die neuesten Entwicklungen auf den Finanzmärkten. Insgesamt übernimmt Mexiko mit dem *Investor Relations Office* eine Vorbildfunktion für andere Länder.⁵⁷

Russland und Korea

Kurz nach der Verhängung des Moratoriums im August 1998 trafen sich die russischen Regierungsvertreter mit einer kleinen Gruppe russischer und ausländischer Banken, um die Errichtung eines Gläubigerkomitees zu diskutieren. Da aber viele Gläubiger fehlten, sollte zuerst eine vollständige Liste der Gläubiger erstellt werden. Außerdem konnten die Beteiligten sich nicht auf die Zusammensetzung des Gläubigerkomitees einigen. Hinzu kam, dass Vertreter von Hedge-Fonds forderten, ebenfalls in die Verhandlungen einbezogen zu werden, was nicht vorgesehen war. Dieses Beispiel verdeutlicht, wie schwierig und zeit-

53 Vgl. Eichengreen (1999), S. 75–77; IWF (2000e), S. 120–121; Speyer (1999), S. 9.

54 Vgl. IIF (2002), S. 37ff.

55 Das *Council on Foreign Relations* stellt eine 1921 in Amerika errichtete gemeinnützige Organisation, die sich mit Problemen beschäftigen, die die internationalen Beziehungen Amerikas mit anderen Staaten betreffen.

56 Vgl. *Council on Foreign Relations* (2000).

57 Vgl. IIF (1999b), S. 3 und S. 9–10; Speyer (1999), S. 9.

aufwendig es ist, während einer Krise Gläubigerkomitees aufzustellen.⁵⁸

5 Ansätze zur Einbindung privater Gläubiger in die Bewältigung von Verschuldungskrisen

Zu den wichtigen Ansätzen für die Einbindung von privaten Gläubigern in die Bewältigung von Verschuldungskrisen gehören die Einrichtung von internationalen Insolvenzverfahren, die Einfügung von Kollektivklauseln in Staatsanleihen, Ausstiegsvereinbarungen (*exit consents*) eine Zahlungseinstellung (*standstill*) und die Umschuldung von kurzfristigen in langfristige Bankkredite.

5.1 Der IWF-Vorschlag für ein internationales Insolvenzrecht: *Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM)*

Im November 2001 unterbreitete der IWF erstmals einen Vorschlag für die Einführung eines Insolvenzverfahrens, der seitdem einige Male verändert wurde.⁵⁹ Ein internationales Insolvenzverfahren ist im wesentlichen dadurch gekennzeichnet, dass Staaten ihre Auslandsschulden nach vorgegebenen Regeln durch eine Mehrheitsentscheidung von Gläubigern mit bindender Wirkung gegenüber Minderheiten umschulden. Da das

58 Vgl. Eichengreen (1999), S. 75.

59 Die wichtigsten Überarbeitungen des IWF-Vorschlags für ein internationales Insolvenzrechtverfahren sind 2002 und 2003 vom IWF und A. Krueger veröffentlicht worden. Vgl. IWF (2002a), (2002c) und (2003a); Krueger (2001), (2002) und (2003) Neben dem IWF-Vorschlag werden in der Literatur im Wesentlichen zwei andere Vorschläge diskutiert. Im ersten Vorschlag soll das internationale Insolvenzrechtverfahren so ausgestaltet werden wie das Insolvenzrechtverfahren für Gemeinden in den USA (Chapter 9). Im zweiten Vorschlag, empfehlen die Vertreter der NGOs einen *Fair and Transparent Arbitration Process (FTAP)*, der durch ein Schiedsverfahren mit gleichberechtigten Parteien gekennzeichnet ist. Vgl. Kaiser / Schröder (2002); Rogoff / Zettelmeyer (2002) und Raffer (1990) und (2000).

Insolvenzverfahren besonders für Schulden gegenüber privaten Gläubigern eine Neuerung darstellt, wird dieses Verfahren voraussichtlich vorwiegend von Schwellenländern genutzt werden.

5.1.1 Gründe für die Einführung eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens

Ein Insolvenzrechtsverfahren ermöglicht es, private Gläubiger in die Lösung von Verschuldungskrisen einzubeziehen. Ein weiterer Grund für die Einführung eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens ist, dass es derzeit kein befriedigendes Verfahren, bzw. keine befriedigende *road map*, zur Umstrukturierung von Auslandsschulden eines zahlungsunfähig gewordenen Staates gibt. Ungeordnete und langwierige Umschuldungsprozesse verhindern derzeit oft eine zügige Umschuldung, wie zum Beispiel in den Fällen Argentinien oder Brasilien, und sind für die Gläubiger als auch für die Schuldner sehr kostspielig.

Das Fehlen eines Insolvenzrechtsverfahrens führt auch dazu, dass hochverschuldete Staaten einen Umschuldungsprozess häufig lange hinauszögern, da sie befürchten, dass eine Umschuldung mit hohen Kosten verbunden ist.⁶⁰ Verzögerungen bei der Einleitung eines Umschuldungsprozesses sind unter anderem auf Unsicherheiten zurückzuführen, die mit diesem Prozess verbunden sind. Dies gilt besonders bei heterogenen Gläubigergruppen mit erheblichen Problemen beim kollektiven Handeln, bei denen eine schnelle Einigung schwierig ist. Zudem behindern Informationsdefizite über die Behandlung verschiedener Gläubigergruppen den Umschuldungsprozess.

Diese Verzögerungen führen im Vergleich zu einer rechtzeitigen Umstrukturierung der Schulden zu höheren Kosten, die sich besonders in erheblichen Verlusten von Währungsreserven und in allgemeinen Wachstumsverlusten widerspie-

60 Der IWF bietet in seiner Veröffentlichung einen guten Überblick über Umschuldungsprozesse in verschiedenen Staaten. Vgl. IWF (2002b).

geln. Eine rasche Umstrukturierung der Schulden liegt nicht nur im Interesse der Schuldner sondern auch der Gläubiger, weil der Wert der Forderungen eher erhalten bleibt, wenn der Schuldner rechtzeitig umschuldet. Darüber hinaus minimiert eine rechtzeitige Umschuldung Unsicherheiten über die Forderungen. Derartige Unsicherheiten erhöhen das Risiko, dass viele Anleger ihre Forderungen verkaufen und daher die Preise auf den Sekundärmärkten sinken.⁶¹

5.1.2 Ziele eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens

Nach der Meinung des IWF sollte ein **internationalen Insolvenzrechtsverfahrens** folgende Ziele verfolgen:⁶²

- Verschuldungs-, Währungs- und Finanzkrisen vorbeugen und damit die internationale Finanzarchitektur stärken,
- die Einbindung privater Gläubiger in einen umfassenden Schuldenumstrukturierungsprozess garantieren,
- eine geordnete und vorhersehbare sowie schnelle Umstrukturierung gewährleisten,
- den Schutz von Vermögenswerten und Gläubigerrechten garantieren,
- die Kostensenkung bei einer Umstrukturierung für die Gläubiger und Schuldner gewährleisten und
- die Effizienz der internationalen Kapitalmärkte erhöhen.

5.1.3 Merkmale des IWF-Vorschlags: *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*

Der IWF-Vorschlag für ein internationales Insolvenzrecht enthält die folgenden Merkmale:⁶³ Nur die **Schuldner mit nicht tragfähiger Verschuldung** können ein Insolvenzverfahren **einleiten**. Damit haben weder die Gläubiger noch der IWF die Möglichkeit, ein Insolvenzverfahren aufzuerlegen. Ein Insolvenzverfahren sollte dann eingeleitet werden, wenn der Schuldner seine Schulden aus eigener Kraft nicht mehr bezahlen kann, d.h. wenn ein Schuldner seine wirtschaftlichen Probleme nicht mit eigener Wirtschaftspolitik lösen kann und die Schulden nicht mehr tragfähig sind (*debt unsustainability*)⁶⁴. Die Einleitung eines Insolvenzverfahrens soll nicht automatisch mit einer Aufgabe der **Gläubigerrechte** einhergehen. Dies gilt insbesondere für bestehende Verträge, die nach Möglichkeit aufrechterhalten bleiben sollen.

Das Insolvenzverfahren soll die folgenden Verbindlichkeiten der Staaten gegenüber öffentlichen und privaten Gläubigern nicht umfassen:

- Ausgeschlossen werden sollen Forderungen, die dem inländischen Recht unterliegen.
- Zudem werden die Forderungen nicht berücksichtigt, die privilegiert sind, wie zum Beispiel gesicherte Forderungen. Allerdings kann der Teil dieser Forderungen beim Insolvenzverfahren berücksichtigt werden, der nicht gesichert ist.

63 Vgl. IWF (2002c), (2003a).

64 Der IWF, seine First Deputy Managing Director – Anne Krueger – definiert *unsustainability* wie folgt: „... *It is a circumstance when, regardless of the sovereign's efforts, debt relative to GDP (and therefore debt servicing relative to GDP) will grow indefinitely, in those circumstances, the economic net present value of the sovereign's debt is less than the face value of the debt; moreover, it will likely continue to fall until a restructuring is undertaken and growth resumes.*“ Krueger (2003), S. 2–3.

61 Vgl. IWF (2002a); Roubini / Setser (2003), S. 3.

62 Vgl. Krueger (2002), S. 4.

- Gleichmaßen sollen Schulden gegenüber internationalen Finanzinstitutionen nicht einbezogen werden, da diese finanzielle Mittel günstiger bereitstellen als andere Gläubiger. Wenn internationale Finanzinstitutionen eingebunden würden, dann würde die Vergabe neuer vergünstigter Mittel in Frage gestellt werden.

Bei anderen Kreditarten will der IWF den Schuldnern die Auswahl der einzubindenden Kredite überlassen, wie zum Beispiel Handelskredite oder Staatsanleihen. Die Entscheidung über die Einbeziehung in das Insolvenzverfahren soll von der spezifischen ökonomischen Situation des jeweiligen Landes abhängig gemacht werden.

Da unterschiedliche **Schuldenarten** in unterschiedliche Klassen aufgliedert werden können, können sie bei der Umschuldung unterschiedlich behandelt werden. Daher muss jede Klasse getrennt der Umschuldung zustimmen.

Der Schuldner sollte die **Zahlung** nicht parallel zur Einleitung eines Insolvenzverfahrens **einstellen**, da aufgrund der **acceleration clause** eine Krise ausgelöst oder verschärft werden könnte. Diese Klausel ist in fast allen Kreditverträgen enthalten und ermöglicht dem Gläubiger die Rückzahlung der gesamten Forderung zu verlangen, sobald eine Rate der Schuldendienstleistungen vom Schuldner nicht bezahlt wird. Den Rückzahlungsanspruch für die gesamte Forderung können Gläubiger auch mit Hilfe von Drittverzugsklauseln (**cross default clauses**) erreichen. Aufgrund dieser Klausel können die Gläubiger von Anleihen eines Schuldners die sofortige Fälligkeit auch fordern, wenn die Zahlung bei einer anderen Anleihe dieses Schuldners eingestellt wird.

Hinsichtlich einer allgemeinen **Aussetzung des Klageweges** (*stay of litigation*) empfiehlt der IWF ein Mittelweg, bei dem ein *stay* für eine kurze Periode befürwortet wird, bis die Gläubiger sich auf eine Verlängerung geeinigt haben.

Die **neuen Kredite**, die in der Umstrukturierungsphase bereitgestellt werden, sollen von den Umschuldungen ausgeschlossen werden, sofern

eine derartige Regelung von Gläubigern, die mindestens 75 % der Forderungen halten, unterstützt wird. Diese Bevorzugung von neuen Krediten soll den Gläubigern einen Anreiz bieten, neue Kredite in einer Phase bereit zu stellen, in der die Kreditwürdigkeit des Schuldners als schwach erachtet wird.

Eine Entscheidung mit einer klaren Mehrheit (*super majority vote*) soll bei einem Insolvenzverfahren möglich sein. Im IWF-Vorschlag bedeutet eine derartige Mehrheitswahl, dass Gläubiger entscheidungsfähig sind, wenn sie mindestens 75 % des gesamten Forderungsvolumens repräsentieren. Diese ermöglicht Gläubigermehrheiten, auch Minderheitsgläubiger in eine Umstrukturierung einzubinden, um Trittbrettfahrerverhalten zu verhindern. Zudem ist eine schnellere Einigung der Gläubiger möglich.

Ein **Gläubigerkomitee** soll eine frühe und aktive Teilnahme von Gläubigern am Insolvenzverfahren gewährleisten. Bei Unstimmigkeiten hinsichtlich der Zusammensetzung dieses Komitees soll ein **Schiedsgericht** (*Sovereign Debt Dispute Resolution Forum, SDDRF*), dessen Kosten vom Schuldner getragen werden sollen, entscheiden.

Ein **Schiedsgericht** in Form eines SDDRF soll die folgenden Aufgaben übernehmen:

- Administrative Funktionen, wie zum Beispiel Benachrichtigung der Gläubiger, Registrierung der Forderungen und Durchführung der Wahlen,
- Streitschlichtung,
- Verwaltung der Abstimmung über den Umschuldungsvorschlag des Schuldners und
- die obligatorische Zertifizierung der Resultate.

Die Schlichtungsstelle soll möglichst unabhängig und transparent handeln können, wie zum Beispiel das unabhängige Evaluierungsbüro des IWF.

Das Insolvenzverfahren gilt als **abgeschlossen**, wenn der SDDRF eine Vereinbarung der Parteien zertifiziert. Außerdem hat der Schuldner das Recht, jederzeit das Insolvenzverfahren zu beenden. Darüber hinaus kann der SDDRF vor einer Einigung der Gläubiger und Schuldner das Insolvenzverfahren abbrechen, wenn keine Aussichten für eine Umstrukturierung vorhanden sind.⁶⁵

Um zu garantieren, dass der Schuldner eine geeignete Reformpolitik durchführt und dass der Schuldner das Insolvenzverfahren nicht zu seinen Gunsten ausnutzt, wird die Umschuldung an Bedingungen geknüpft, die der Schuldner erfüllen muss. Darüber hinaus sind einige Schutzklauseln / Sicherheiten notwendig:

- Der Schuldner-Staat muss zeigen, dass er die Aussetzung des Klageweges für die Gläubiger nutzt, um eine geeignete Umstrukturierung herbeizuführen und dass eine Wirtschaftspolitik betrieben wird, die der Bewältigung von Verschuldungsproblemen dient.
- Während der Zahlungseinstellung darf der Schuldner keine Maßnahmen treffen, die den Gläubigern schadet, es dürfen zum Beispiel keine Zahlungen an favorisierte Gläubiger fließen.

Der IWF kann **Sanktionen** im Rahmen seiner Anpassungsprogramme verhängen, wenn der Schuldner während des Insolvenzverfahrens falsche Informationen an die Gläubiger verteilt und damit die *Articles of Agreement* bricht.

Nach dem neuesten Vorschlag vom Februar 2003 soll die Rolle des IWF begrenzt werden. Die formale **Rolle des IWF** ist limitiert auf die Aufnahme des SDRM in die *Articles of Agreement* des IWF. Die Rolle des IWF beschränkt sich aber nicht nur auf diesen formalen Akt, denn der IWF ist aufgrund der Länderprogrammarbeit in die Analyse der Schuldentragfähigkeit eingebunden,

damit wäre der IWF im Rahmen des internationalen Insolvenzverfahrens ein wichtiger Akteur.

5.1.4 Bewertung des internationalen Insolvenzrechtsverfahrens

Das Insolvenzverfahren ist grundsätzlich geeignet, um private Gläubiger in einen umfassenden Umstrukturierungsprozess einzubinden. Der SDRM kann internationalen Finanz-, Währungs- und Verschuldungskrisen nicht nur vorbeugen sondern auch zu ihrer Bewältigung beitragen. Die drei Koordinierungsprobleme – *rush to the exit*, *rush to the court house*, Trittbrettfahrerverhalten – können mit Hilfe des internationalen Insolvenzrecht weitgehend gelöst werden. Das internationale Insolvenzrecht ist das einzige umfassende Instrument, um verschiedene Gläubigergruppen von verschiedenen Schuldnerklassen vor und während einer Verschuldungskrise zu koordinieren.

Vorteile eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens

Ein wesentlicher Vorteil des SDRM ist, dass die drei Koordinierungsprobleme – *rush to the exit*, *rush to the court house*, Trittbrettfahrerverhalten weitgehend gelöst werden könnten. Darüber hinaus stellt ein internationales Insolvenzverfahren bisher den einzigen Lösungsvorschlag für die Umschuldung von Auslandsschulden eines Staates dar, der das Problem der Aggregation verschiedener Schuldenklassen sowie die Zusammenfassung innerhalb dieser Klassen lösen kann. Die Auslandsschulden eines Staates werden im Rahmen eines internationalen Rechts geregelt und nicht in verschiedenen nationalen Rechtssystemen. Außerdem kann ein Insolvenzverfahren die Einbindung privater Gläubiger in einen umfassenden Schuldenumstrukturierungsprozess garantieren.

65 Vgl. IWF (2002c), S. 10.

Weiterhin gehen vom SDRM Anreize zur frühzeitigen Schuldenrestrukturierung aus, weil das Verfahren geordnet und berechenbar abläuft. Dies erhöht die Transparenz und die Kalkulierbarkeit des Kreditrisikos. Auf diese Weise könnten Kosten für Gläubiger und Schuldner aufgrund hinausgeschobener Restrukturierungen reduziert werden. Aus entwicklungspolitischer Sicht hat das Insolvenzverfahren für Schuldner-Staaten den Vorteil, dass eine schnellere und geordnetere Umschuldung mit geringeren sozialen Kosten verbunden ist. Es kann so zur Reduzierung der Armut in den Schuldnerländern beitragen.⁶⁶

Allgemeine Nachteile eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens

Kritiker eines internationalen Insolvenzrechtsverfahrens argumentieren erstens, dass Insolvenzverfahren verhindere und bewältige Finanz-, und Verschuldungskrisen nicht. Außerdem könne Kapitalflucht, bzw. ein *run to the exit* durch ein Insolvenzverfahren nicht abgewendet werden. Das Insolvenzverfahren könnte sogar eine Finanzkrise in den Schuldnerländern verursachen, da private Akteure bereits bei ersten Anzeichen für oder bei der Ankündigung eines Insolvenzverfahrens ihr kurzfristiges Kapital aus den betroffenen Ländern abziehen würden.⁶⁷

Zweitens wird kritisiert, dass es relativ lange dauern würde bis das Insolvenzverfahren umgesetzt werden könnte, da das Insolvenzverfahren in die jeweiligen nationalen Gesetzgebungen eingebunden werden muss, d.h. jedes Land muss das Insolvenzverfahren ratifizieren. Drittens ist die Bewertung von Aktiva von Staaten mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Viertens werden die staatlichen Hoheitsrechte beeinträchtigt, da ein Staat im Rahmen des internationalen Insolvenzrechtes internationalem Recht unterliegt. Bei souveränen Schuldnerländern ist eine Strafandrohung relativ schwierig, da es kaum möglich ist, bindende Kreditsicherungen durch den Zugriff auf einzelne

Vermögensgegenstände vertraglich festzuhalten oder durchzusetzen.⁶⁸

Eine weitere Schwachstelle des Insolvenzrechtes ist, dass das Schuldner-*moral-hazard* verstärkt werden könnte. Mit dem Insolvenzverfahren ist es für die Schuldner einfacher, eine Umschuldung durchzuführen. Aus diesem Grund könnten die Schuldner das Verfahren zu ihren Gunsten ausnutzen, und z. B. eine Ent- oder Umschuldung in Anspruch nehmen, ohne dass die Regierung versprochene Reformen umsetzt.⁶⁹

Spezifische Nachteile des IWF-Vorschlages für ein internationales Insolvenzrechtsverfahrens (SDRM)

Der Vorschlag des IWF wird besonders in den folgenden Punkten kritisiert:

- das Fehlen der Aussetzung des Klageweges,
- der Umfang der unten den SDRM fallenden Kredite,
- die Rolle des IWF und
- die Aufgaben des Schiedsgerichtes (SDDRF).

Ein viel diskutiertes Merkmal des SDRM ist die **Aussetzung des Klageweges**. Nachdem der IWF im ersten Vorschlag für und im zweiten Vorschlag gegen einen *stay* stimmte, wurde im dritten Vorschlag ein Kompromiss zwischen beiden Extremen gewählt: ein temporärer *stay*, der nur mit der Zustimmung der Gläubiger verlängert werden kann.⁷⁰

Für einen *stay* sprechen folgende Argumente: Erstens ist es nach der Einführung eines *stay* möglich, Schulden zügig umzuschulden. Damit gibt dieses Verfahren den Gläubigern Anreize zur

66 Vgl. Jewett (2003); Roubini / Setser (2003).

67 Vgl. EMTA et al. (2003).

68 Vgl. EMTA et al. (2003).

69 Vgl. Zenker (2002), S. 12–13.

70 Vgl. IWF (2001), (2002c) und (2003a).

Aufnahme von Verhandlungen. Zweitens trägt ein *stay* zu einer gerechten Behandlung aller Gläubiger bei, da kein Gläubiger während eines *stay* Zahlungen erhält. Drittens verhilft ein solcher *stay* dem Schuldner zu einer Atempause, ohne dass umfangreiche Kredite von internationalen Organisationen bereitgestellt werden müssten.

Gegen einen *stay* ist einzuwenden, dass einige Zahlungen fließen müssen, damit die Volkswirtschaften von Schuldnerländern funktionsfähig bleiben können. Die Zahlungen für Handelskredite, beispielsweise sollten nicht ausgesetzt werden, damit der Handel mit dem Ausland fortgeführt werden kann. Zudem stellt ein automatischer *stay*, der dann in Kraft tritt, wenn ein souveräner Staat einen SDRM einleitet, eine einseitige Intervention in die Gläubigerrechte dar. Weiterhin ist ein *stay* nicht erforderlich, da Gläubiger keinen Anreiz haben, vor Gericht zu gehen. Bis zur Verkündung eines Urteils würde mehr Zeit vergehen, als die Schuldenregulierung im Rahmen des SDRM dauern würde.⁷¹

Zwei Alternativen werden zu einem *stay* vorgeschlagen. Die erste Alternative ist die so genannte **hotspot-Regel**, bei der die Gleichheit der Gläubiger untereinander wieder hergestellt wird. Nach dieser Regel erhielte ein Gläubiger, der Zahlungen im Zuge einer Klage nach Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, aber noch vor der Umstrukturierung, bekommen hat, am Ende des Restrukturierungsprozesses dieselbe Summe wie die anderen Gläubiger. Voraussetzung ist, dass der Gläubiger mit der Klage einen geringeren Betrag bekommen hat als die Summe, die ihm aus der Umstrukturierung zustehen würde. Daher ist eine Klage für den Gläubiger vor der Umstrukturierung nicht vorteilhaft. Die zweite Lösung ist die **Rückgabe** von Finanzmitteln, die ein Gläubiger nach der Einleitung des Insolvenzverfahrens bekommen hat. Ein Schuldner oder ein Bevollmächtigter, der anspruchsberechtigte Gläubiger von Forderungen vertritt, könnte über diese Finanzmittel verfügen.⁷²

Umstritten ist weiterhin die Frage, **welche Forderungen** im Rahmen des SDRM umstrukturiert werden sollten. Für die Berücksichtigung aller Kreditarten spricht, dass dann alle Gläubiger gleich behandelt werden. Aus diesem Grund sollten der IWF und andere öffentliche multilaterale Gläubiger keinen bevorrechtigten Status genießen. Gegen die Einbeziehung multilateraler Institutionen, wie etwa des IWF, ist allerdings einzuwenden, dass die Finanzierungsressourcen des IWF begrenzt sind. Wenn ein Teil dieser Ressourcen im Verlauf eines internationalen Insolvenzverfahrens für die wenigen Länder ausgegeben würde, die ein Insolvenzverfahren eingeleitet haben, dann hätte der IWF für andere Staaten entsprechend weniger Mittel zur Verfügung.

Gleichermaßen ist strittig, ob **bilaterale Gläubiger** in die Umstrukturierung einbezogen werden sollten. Während der IWF-Vorschlag einen parallelen Verhandlungsprozess im Pariser Club vorsieht, fordern die privaten Gläubiger, bilaterale öffentliche Gläubiger gleichermaßen in das Insolvenzverfahren einzubinden, um eine Gleichbehandlung aller Gläubiger zu garantieren. Ein weiterer Vorteil einer Einbindung bilateraler öffentlicher Gläubiger ist, dass die bilateralen öffentlichen Gläubiger ebenso wie die privaten vorwiegend Handelskredite gewähren. Zudem stellen die bilateralen öffentlichen Gläubiger die wichtigsten Gläubiger außerhalb des Privatsektors dar. Ohne die Einbeziehung der öffentlichen bilateralen und multilateralen Gläubiger würden im SDRM nur Forderungen der privaten Gläubiger umgeschuldet. Darüber hinaus würden bei einer Einbindung der bilateralen Gläubiger auch die nicht dem Pariser Club angehörenden bilateralen Gläubigerländer in die Restrukturierung einbezogen.⁷³

Ein Nachteil der Einbeziehung aller Kredite in den SDRM – also auch derjenigen von öffentlichen bilateralen Gläubigern, die dem Pariser Club angehören, ist, dass bilaterale Gläubiger häufig Handelskredite vergeben, insbesondere Exportkredite. Derartige Kredite spielen aber für die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft eine wichtige

71 Roubini / Setser (2003).

72 Vgl. Balz (2003).

73 Vgl. Herman (2003), EMTA et al. (2003c).

Rolle. Wenn Exportkredite nicht mehr bezahlt würden, bestünde die Gefahr, dass das Land ökonomisch von den Weltmärkten abgeschnitten wird.⁷⁴

Die **Rolle des IWF** im SDRM wird besonders von den NGOs (*Non Governmental Organization*)⁷⁵ kritisiert, insbesondere hinsichtlich der Ausgestaltung des SDRM, des befreiten Gläubigerstatus des IWF, der Ernennung der Mitglieder des Schlichtungsgremiums und der Beurteilung der Schuldentragfähigkeit.

Die NGOs äußern sich kritisch zur begrenzten Rolle des für das Insolvenzverfahren vorgesehenen **Schlichtungsgremiums**, *Sovereign Debt Dispute Resolution Forum*.⁷⁶ Sie fordern beispielsweise, dass eine unabhängige Expertengruppe nicht nur Empfehlungen abgeben kann, sondern auch Entscheidungsrechte erhält. Außerdem sollte die Schlichtungsstelle über die Notwendigkeit der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens entscheiden können, damit der Missbrauch des SDRM durch Schuldner verhindert werden kann. Um Klagen einzelner Gläubiger auszuschließen, die auch andere Gläubiger betreffen, sollte die Schlichtungsstelle bevollmächtigt sein, die Geltendmachung einer Forderung auszusetzen. Gleichmaßen sollte die Schlichtungsstelle in die Beurteilung der Schuldentragfähigkeit einbezogen werden und auch Entscheidungskompetenz erhalten. Zudem sollte die Schlichtungsstelle den Verifikationsprozess der Forderungen kontrollieren und über die Rechtmäßigkeit der Ansprüche entscheiden. Dieser Verifikationsprozess sollte über die rein technischen und formalen Aspekte hinausgehen.

Außerdem wird am IWF-Vorschlag die Berufung der **Mitglieder für die Schlichtungsstelle**, bei der der IWF maßgeblich beteiligt wäre, kritisiert. Hierzu werden von einem Vertreter einer NGO⁷⁷ folgende zwei Möglichkeiten erörtert. Erstens

könnten die beteiligten Parteien das Gremium paritätisch besetzen und die Mitglieder der Schlichtungsstelle würden eine zusätzliche Person zu ihrem Vorsitzenden wählen. Zweitens könnte eine an den Verhandlungen nicht beteiligte neutrale Gruppe die Mitglieder des Gremiums aus einem gegebenen Kreis von Schlichtern bestellen. Vergleicht man diese beiden Ansätze, so erhalten die Beteiligten des Umstrukturierungsprozesses beim ersten Vorschlag eine größere Mitverantwortung, damit würden sie sich stärker mit dem ersten Ansatz identifizieren. Allerdings ist die zweite Lösung bei einer sehr heterogenen Gläubigergruppe, wie etwa Anleihehabern, zweckmäßiger, weil dann das Gremium rascher und leichter gewählt werden könnte.

Darüber hinaus sieht der IWF-Vorschlag keinen neutralen Dritten vor, der den Schlichtungsprozess steuert. Ein neutraler Schiedsrichter ist aber notwendig, um eine unparteiische und faire Umstrukturierung zu garantieren. Eine Alternative ist die Einführung einer unabhängigen Rechtsinstitution, wie zum Beispiel eines Konkursgerichts, wie es Kapitel 11 der US-Konkurs- und Vergleichsordnung vorsieht.⁷⁸

Aus der Sicht der **NGOs** stellt der IWF-Vorschlag kein geeignetes Konzept dar, um Finanzkrisen zu verhindern und, um die Verschuldung der Entwicklungsländer zu reduzieren. Im IWF-Vorschlag wird die Sicherung des Existenzminimums in den Schuldnerländern kaum berücksichtigt.

Im Vorschlag des IWF soll der IWF eine Analyse über die Schuldentragfähigkeit durchführen. Der IWF könnte zwar eine derartige Untersuchung durchführen, aber der IWF ist nicht unabhängig genug, weil der IWF die Doppelrolle eines Gläubigers und Prüfers inne hat. Allerdings wäre der IWF dann ausreichend unabhängig, wenn die Forderungen von internationalen Organisationen nicht einbezogen würden. Eine unabhängige Instanz sollte diese Aufgabe übernehmen, um so die Monopolstellung des IWF zu verhindern.⁷⁹

74 Vgl. Herman (2003).

75 Vgl. Kaiser (2003a) und Kaiser / Schröder (2002).

76 Vgl. Kaiser (2003a) und van Hees (2003).

77 Vgl. Kaiser (2003a).

78 Vgl. Kwon (2003).

79 Vgl. Kaiser (2003a) und van Hees (2003).

5.2 Kollektivklauseln (*collective action clauses*)

Die Einführung von Kollektivklauseln dient dazu, Umstrukturierungen von Staatsanleihen zu vereinfachen. Bei der Begebung von Anleihen können zum Beispiel Mehrheitsklauseln verankert werden, nach denen eine qualifizierte Mehrheit von Anleiheinhabern die Vollmacht erhält, auch Minderheiten in Vertragsveränderungen einzubinden. Diese Klauseln sollen Gläubigern und Schuldern einen Anreiz zu bieten, sich an Umschuldungen zu beteiligen.

Die meisten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten, auch die meisten Banken, 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. In der Regel werden Kollektivklauseln in Anleihen eingebunden, die nach britischem und nach luxemburgischem Recht begeben werden. Anleihen, die nach amerikanischem, deutschem und japanischem Recht emittiert werden, beinhalten hingegen keine Kollektivklauseln.

5.2.1 Ausgestaltungsformen von Kollektivklauseln

Derzeit werden im wesentlichen zwei Arten von Kollektivklauseln in Form von **Mehrheitsklauseln** (*collective majority clauses*) in Anleiheverträge eingebunden:

- *Majority restructuring provision*: Diese Regelung ermöglicht es einer Gläubigermehrheit, alle Gläubiger einer Emission in eine bestimmte Umstrukturierung vor oder nach einem Zahlungsverzug (*default*) einzubeziehen. Zu den veränderbaren Eigenschaften der Anleihen gehören beispielsweise die Höhe der Zinsen, das Fälligkeitsdatum oder die Währung, in der die Anleihe bedient wird. Die Höhe der geforderten Mehrheit unterscheidet sich von Emission zu Emission. In der Regel wird verlangt, dass Gläubiger der Ent-

scheidung zustimmen müssen, die mindestens 75 % der Emission halten. Wenn diese minimale Grenze nicht erreicht wird, dann kann nach einer bestimmten Zeit – meistens nach 15 Tagen – ein zweites Treffen einberufen werden. Hierbei müssen die Gläubiger nur noch 25 % der Emissionen halten, um entscheidungsfähig zu sein.⁸⁰

- *Majority enforcement provision*: Diese Klauseln ermächtigen eine Gläubigermehrheit, die Rechte von Minderheiten nach einem Zahlungsverzug zu begrenzen, wie zum Beispiel das Recht einzelner Anleihehalter vorgezogene Zahlungen (*acceleration*) zu verlangen oder Forderungen einzuklagen. Damit geben sie der Gläubigermehrheit und dem Schuldner die Möglichkeit, sich auf eine Umschuldung zu einigen.⁸¹

Mehrheitsklauseln können Trittbrettfahrerverhalten verhindern. Sie ermöglichen Gläubigern, mit einer qualifizierten Mehrheit, Anleihebedingungen zu modifizieren und so eine Umschuldung durchzusetzen. Damit ist die Blockierung einer Umschuldung durch Minderheiten bei Vorliegen von Mehrheitsklauseln unwahrscheinlicher, d.h. einzelne Gläubiger können nicht klagen, da hierfür eine Mehrheit erforderlich ist. Damit wird das Koordinationsproblem verringert, und eine geordnete Umschuldung ist schneller durchführbar.⁸²

Diesen Vorteilen stehen einige Nachteile gegenüber, wie zum Beispiel *moral-hazard*-Risiken bei den Schuldern. Gerade weil mit Mehrheitsklauseln die Koordinationsprobleme bei einer Umschuldung verringert werden und so eine Umschuldung einfacher durchführbar ist, besteht die Gefahr, dass die Schuldner die Mehrheitsklauseln zu ihren Gunsten ausnutzen. Die Schuldner könnten eine Umschuldung fordern, obwohl sie sich

80 Vgl. IWF (1999), S. 49 und (2002d), S. 4ff.

81 Vgl. IWF (2002d), S. 10–12.

82 Vgl. Haldane (1999), S. 195; Roubini (2002a), S. 5; Speyer (1999), S. 14.

noch nicht in Liquiditätsschwierigkeiten befinden. Somit stellen Mehrheitsklauseln für Schuldner einen Anreiz dar, ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachzukommen. Entsprechend können Anleihen mit solchen Kollektivklauseln zu höheren Zinsforderungen führen, weil die Gläubiger diese Anleihen als risikoreicher einstufen als Anleihen ohne Kollektivklauseln. Dieser negative Effekt könnte entschärft werden, wenn auch Industrieländer derartige Klauseln einführen.⁸³ Allerdings ist fraglich, ob damit der Risikoaufschlag für Entwicklungsländer tatsächlich geringer wäre, da die Höhe der Zinsen vom erwarteten Risiko bestimmt wird, das in Industrieländern sehr viel geringer ist als in Entwicklungsländern.

Die Mehrheitsklauseln vereinfachen zwar eine geordnete Umstrukturierung, indem diese Klauseln verhindern, dass Minderheiten den Verhandlungsprozess stören. Aber diese Klauseln vereinfachen nicht die Kontaktaufnahme und die Verhandlungen mit einer breiten und heterogenen Gruppe von Gläubigern. Aus diesem Grund werden neuere Arten von Klauseln, die bisher noch nicht in Anleihen verankert sind, diskutiert, wie zum Beispiel Teilungsklauseln oder Repräsentativklauseln.⁸⁴

Teilungsklauseln (*sharing clauses*) können verhindern, dass die Gläubiger ihre Anleihen verkaufen (*rush to the exit*), wenn die Gläubiger befürchten, dass eine Finanzkrise eintreten könnte. Zudem können Teilungsklauseln Klagerechtsprozesse von Gläubigern abwenden. Diese Klauseln sehen vor, dass erhaltene Zins- und Tilgungsleistungen mit anderen Gläubigern geteilt werden. Für diese Klauseln könnten syndizierte Kredite als Referenzrahmen dienen, die normalerweise Teilungsklauseln beinhalten. Derartige Klauseln bewirken, dass jeder Anleihehalter jeden Zahlungseingang mit anderen Anleihehaltern im Verhältnis zur Höhe seiner Anleihen teilt. Kein Anleihehalter soll Vorteile erlangen, wenn er vor anderen Zahlungen bekommt. Daher sollen auch die Gewinne

aus frühzeitigen Vollstreckungen mit anderen Gläubigern geteilt werden.⁸⁵

Repräsentativklauseln (*collective representation clauses*) sollen die Einberufung eines repräsentativen Forums beschleunigen, in dem die Positionen der Gläubiger und Schuldner vertreten sind, da es für den Gläubiger schwierig ist, eine heterogene Gläubigergruppe zu kontaktieren und mit ihnen zu verhandeln. Nach diesen Klauseln können Anleihehalter für gemeinsame Treffen der Gläubiger aufgefordert werden, einen Repräsentanten für Verhandlungen zu bestimmen, wie zum Beispiel einen Treuhänder oder andere Anleihehalter.⁸⁶ Die von dem früheren Staatssekretär des amerikanischen Finanzministeriums Taylor vorgeschlagene *engagement clause*, nach der ein von den Anleihehaltern ernannter Repräsentant mit dem Schuldner verhandelt, stellt eine ähnliche Klausel wie die *collective representation clauses* dar. Der Repräsentant übernimmt in der *engagement clause* die Funktion eines Intermediators.⁸⁷

Diese Klauseln haben sowohl Vor- als auch Nachteile. Auf der einen Seite vereinfachen sie zwar einen frühzeitigen Kontakt zwischen dem Schuldner und den Gläubigern sowie unter den Gläubigern. Auf der anderen Seite befürchten einige Marktteilnehmer, dass die Benennung eines Intermediators den Umschuldungsprozess verzögern könnte, weil beide Parteien nicht direkt miteinander verhandeln können.⁸⁸

Da Kollektivklauseln nur für einzelne Anleihen angewandt werden, stellen sie kein umfassendes Instrument dar. Unterschiedliche Schuldinstrumente können beispielsweise nicht zusammengefasst werden, weshalb das Problem des kollektiven Handelns nur teilweise behoben werden kann. Eine Lösung für dieses Problem stellen die **Aggregationsklauseln** (*aggregation provisions*) dar, die verschiedene

83 Vgl. Eichengreen et al. (2000c), S. 12; Frenkel / Menkhoff (2000), S. 98; Speyer (1999), S. 14.

84 Vgl. IWF (2002d), S. 2ff.

85 Vgl. Dixon / Wall (2000), S. 143; G10 (1996), S. 17; IWF (2002d), S. 15; Yianni (1999), S. 79.

86 Vgl. Buchheit (2000), S. 19-20; Dixon / Wall (2000), S. 143; G10 (1996), S. 16; Yianni (1999), S. 78-79.

87 Vgl. Taylor (2002a) und (2002b).

88 Vgl. IWF (2002d), S. 16.

Anleihen und andere Schuldinstrumente für Entscheidungsprozesse der Gläubiger zusammenfassen. Die privaten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten lehnen diese Art von Klauseln allerdings ab, da infolge der Aggregation die Entscheidungsprozesse von Gläubigergruppen, die viele verschiedene Forderungen gegenüber dem Schuldner haben, manipuliert werden könnten.⁸⁹

5.2.2 Umfang von Kollektivklauseln

Die meisten auf den internationalen Finanzmärkten emittierten Staatsanleihen enthalten keine Kollektivklauseln. Insgesamt betragen die ausstehenden international begebenen Anleihen Ende 2001 rund 350 Mrd. US \$ (Tabelle 3). Davon wurden 59 % nach New Yorker Recht, 24 % nach englischem Recht, 10 % nach deutschem Recht und knapp 6 % nach japanischem Recht begeben.⁹⁰

Zwischen 1990 und 2000 wurden 51,4 % aller neu emittierten Anleihen und 46,5 % der Staatsanleihen nach englischem und luxemburgischem Recht begeben (Tabelle 4). Im Vergleich dazu war der Umfang der gesamten nach amerikanischem, deutschem und japanischem Recht neu emittierten Anleihen und der Staatsanleihen mit 29,4 % respektive 36,4 % geringer.

In Entwicklungsländern waren die neu emittierten Anleihen ohne Kollektivklauseln fast doppelt so hoch wie diejenigen mit Kollektivklauseln. Die Beteiligung von privaten Gläubigern zur Prävention und Vermeidung von internationalen Verschuldungskrisen erfordert aber gerade die Einbindung von Kollektivklauseln in Anleihen von Entwicklungsländern.

Rechtssysteme	Anzahl in Mio. US \$	Anzahl der Anleihen (außer Brady-Anleihen für die USA)
Österreich	67.000	1
Großbritannien	85.182	156
Frankreich	1.060	4
Deutschland	35.864	89
Italien	105.000	1
Japan	20.716	59
Luxemburg	763.000	4
USA	209.199	233
davon Bradies	73.837	
Spanien	138.000	1
Schweiz	1.034	10
Gesamt	354.129	558

Quelle: Vgl. IWF (2002e), S. 5

89 Vgl. IWF (2002d), S. 18.

90 Vgl. ebenda, S. 3.

Tabelle 4: Emittierte Anleihen unter verschiedenen Rechtssystemen, 1990–2000, in % der gesamten Anleihen unter dem jeweiligen Recht						
	Britisch	Amerikan.	Deutsch	Japan.	Luxemb.	Andere
Alle Anleihen	46,2	18,8	8,7	1,9	5,2	19,2
Staatsanleihen	45,0	14,7	12,2	9,5	1,5	17,0
Entwicklungsländer	30,6	27,5	19,4	13,1	1,9	7,5
Asien	31,7	36,5	3,6	27,0	-	3,2
Lateinamerika	27,5	38,7	22,9	5,3	-	5,6
Europa/Andere	28,5	15,3	23,0	20,4	5,1	7,7

Quelle: Vgl. Dixon/Wall (2000), S. 146

5.2.3 Bewertung von Kollektivklauseln

Aufgrund der Einbeziehung von Minderheiten in die Entscheidung einer qualifizierten Mehrheit für Vertragsänderungen bei Anleihen, verringern Kollektivklauseln drei Probleme des kollektiven Handelns bei einer heterogenen Gläubigergruppe:

- 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.⁹¹
- der **rush to the exit**: Kollektivklauseln, wie zum Beispiel **Teilungsklauseln**, können verhindern, dass die Gläubiger ihre Anleihen verkaufen, sobald die Gefahr einer Finanzkrise besteht.

Obwohl Kollektivklauseln sowohl von den meisten privaten Akteuren als auch von den Vertretern der Schwellen- und Industrieländern sowie von

internationalen Organisationen, wie zum Beispiel dem IWF akzeptiert werden, weisen sie eine Reihe von Nachteilen auf. Erstens stellen Kollektivklauseln kein umfassendes Instrument für die Umstrukturierung von öffentlichen und privaten Schulden dar, weil unterschiedliche Schuldinstrumente nicht zusammengefasst werden können. Anleihehalter entscheiden über die Änderungen für einzelne Anleihen und nicht für alle Anleihen der Schuldner gleichzeitig. Aus diesem Grund bleiben *hold-out*-Probleme und Probleme mit Klagerechtsprozessen zwischen verschiedenen Schuldinstrumenten bei diesen Klauseln bestehen, wenn sich unterschiedliche Anleihegruppen für unterschiedliche Lösungen entscheiden. Da auch die Aggregationsklauseln relativ schwierig durchführbar sind, kann mit diesem Instrument das Problem des kollektiven Handelns nur für einzelne Emissionen gelöst werden. Des Weiteren können diese Klauseln zwar in Anleihen integriert werden, aber nicht in Bankkredite oder andere Kreditinstrumente.⁹²

Zweitens sind die Klauseln nur auf neue Anleihen anwendbar, daher wäre der gesamte Bestand an alten Anleihen nicht eingeschlossen. Es besteht ein Übergangsproblem, das sehr lange anhalten kann, weil die Laufzeiten von den zur Zeit emittierten Anleihen bis zu 35 Jahre betragen. Eine IWF-Studie vom Juni 2002 kam zum Ergebnis, dass es etwa 10 Jahre dauern würde, bis die meisten neuen Anleihen Kollektivklauseln enthielten.

91 Vgl. IWF (2002e), S. 3.

92 Vgl. Roubini (2002a), S. 5–6.

Die Geschwindigkeit, in der Kollektivklauseln in internationale Anleihen eingebunden werden, ist abhängig vom Umfang der Neuemissionen und von der Laufzeit der ausstehenden Anleihen sowie von der Bereitschaft der Emittenten Kollektivklauseln einzubinden. Etwa 50 % der bereits begebenen Anleihen haben eine Restlaufzeit von nur 5 Jahren, allerdings beträgt die Restlaufzeit der übrigen Anleihen bis zu 35 Jahren. Nach 10 Jahren enthielten etwa 72–73 %, nach 15 Jahren etwa 78–79 % und nach 20 Jahren etwa 88 % der Anleihen Kollektivklauseln. Obwohl rund 50 % der Anleihen nach 5 Jahren bereits Kollektivklauseln enthielten, begrenzen die ausstehenden Anleihen ohne Kollektivklauseln die Möglichkeit, Kollektivprobleme zu lösen.⁹³

Als vertragsrechtlichen Lösungsansatz für dieses Problem schlug JP-Morgan⁹⁴ vor, alte Anleihen ohne Kollektivklauseln in neue Anleihen mit solchen Klauseln umzutauschen. In der ersten Stufe des Ansatzes werden alte in neue Anleihen umgetauscht, die Kollektivklauseln einschließen. In der zweiten Stufe werden die Bedingungen für die Umstrukturierung bestimmt. Dabei schlägt J.P. Morgan ein System von Zuckerbrot und Peitsche vor. Die Gläubiger erhalten als Zuckerbrot für den Umtausch eine Barzahlung im voraus, und als Peitsche werden Ausstiegsvereinbarungen (*exit consents*) angewandt, damit die alten Anleihen im Vergleich zu neuen Anleihen weniger interessant werden. Ob die Anleihehalter einen derartigen Umtausch akzeptieren werden, ist von der Höhe der Vorauszahlung und den Umtauschbedingungen abhängig. Ein weiterer Kritikpunkt an diesem Vorschlag ist, dass der IWF diese Vorauszahlung finanzieren sollte, aber der IWF müsste dafür Mittel bereitstellen. Aus diesen Gründen ist fraglich, ob dieser Ansatz durchführbar ist. Entsprechend einer IWF-Studie lehnen die meisten privaten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten einen Umtausch von Anleihen ohne Kol-

lektivklauseln in solche mit Kollektivklauseln ab.⁹⁵

Drittens besteht die Gefahr, dass die Risikoaufschläge aufgrund der Einführung von Kollektivklauseln permanent ansteigen, weil die Anleihehalter befürchten, dass Schuldner diese Klauseln ausnutzen. Verschiedene empirische Studien untersuchten die Wirkung von Kollektivklauseln auf die Renditen der Anleihen und kamen nicht zu einem einheitlichen Ergebnis.

Dixon / Wall⁹⁶ verglichen die Renditen von Anleihen eines Staates mit und ohne Kollektivklauseln. Hierzu wurden Anleihen in derselben Währung mit gleicher Laufzeit und Liquiditätseigenschaften herangezogen. Die Studie kam zu dem Ergebnis, dass Kollektivklauseln kaum Auswirkungen auf die Renditen der Anleihen der sechs untersuchten Entwicklungsländern⁹⁷ hatten. Da aber die Anzahl der untersuchten Länder gering ist und die Länderrisiken nicht berücksichtigt wurden, ist dieses Ergebnis nicht ausreichend, um Kollektivklauseln beurteilen zu können.⁹⁸

Eine Studie von Eichengreen / Mody⁹⁹ zeigt, dass Kollektivklauseln in weniger kreditwürdigen Ländern zu höheren Zinsspannen zwischen dem Anlage- und Kreditzins führen, dagegen sinken die Zinsspannen bei sehr kreditwürdigen Ländern wieder. Die Autoren erklären dieses Ergebnis damit, dass die Vorteile von Kollektivklauseln, wie zum Beispiel eine geordnete Umschuldung, die Nachteile überwiegen, wie zum Beispiel *moral-hazard*-Risiken und Zahlungsverzugsrisiken.

Eine Untersuchung der BIZ¹⁰⁰ kommt zwar zu dem Ergebnis, dass die Renditen der Anleihen nach englischem Recht rund 40 Basispunkte über

93 Vgl. IWF (2002e), S. 11.

94 Vgl. Bartholomew, E. (2002).

95 Vgl. IWF (2002e), S. 6.

96 Vgl. Dixon / Wall (2000).

97 Die betrachteten Länder sind China, Libanon, Philippinen, Polen, Türkei und Ungarn.

98 Vgl. Dixon / Wall (2000), S. 146–147.

99 Vgl. Eichengreen / Mody (2000a), S. 15ff.

100 Vgl. BIZ (1999), S. 21–22.

Kasten 6: Gegenüberstellung von Anleihen nach verschiedenen Rechtssystemen

Anleihen nach **britischem und luxemburgischem Recht** beinhalten in der Regel **Kollektivklauseln**. Diese enthalten Möglichkeiten für Schuldner, Anleihehalter und Treuhänder, eine Zusammenkunft einzuberufen. Wenn eine qualifizierte Mehrheit anwesend ist, dann können auch die Anleihen von abwesenden Gläubigern umstrukturiert werden. Die Forderungen für eine bestimmte Mehrheit unterscheidet sich von Emission zu Emission. In der Regel wird verlangt, dass Gläubiger anwesend sein müssen, die mindestens 75 % der Emission halten. Wenn diese minimale Grenze nicht erreicht wird, dann kann nach einer bestimmten Zeit – meistens nach 15 Tagen – ein zweites Treffen einberufen werden. Hierbei müssen die Gläubiger nur noch 25 % der Emissionen halten, um entscheidungsfähig zu sein.

Nach **britischem, deutschem oder japanischem Recht** können einzelne Anleihehalter weder **vorgezogene Zahlungen** (*acceleration*) verlangen noch Forderungen einklagen. Allerdings hat ein Treuhänder, der mindestens 25 % des Kapitals verwaltet, ein Klagerecht und kann vorgezogene Zahlungen verlangen. Der Treuhänder ist verpflichtet, alle Einzahlungen auf die Anleihehalter entsprechend ihrer Anteile am Gesamtkapital zu verteilen. Dies entspricht einer Teilungsklausel, so dass Anleger keine Anreize haben, Anleiheforderungen einzuklagen. Gleichzeitig ist diese Regelung ein Grund für Gläubiger, einer geordneten Umstrukturierung zuzustimmen

Anleihen nach **amerikanischem Recht** enthalten **keine Kollektivklauseln**, d.h. qualifizierte Mehrheiten können die Bedingungen der Anleihen nicht ändern. Im Vergleich zu den Anleihen nach britischem Recht können einzelne Anleger einfach ihre Zahlungen einklagen. Vorgezogene Zahlungsforderungen sind begrenzt. Im Gegensatz zum britischen Recht gibt es keinen Treuhänder, aber einen Fiskalagent (*fiscal agent*), der die Anleihehalter allerdings nicht bei Verhandlungen vertritt. Dieser Fiskalagent ist eher stellvertretend für die Schuldner als für die Anleihehalter tätig und übernimmt vorwiegend administrative Aufgaben.

Quelle: Vgl. BIZ (1999), S. 23; Buchheit (2000), S. 7–8; Eichengreen / Mody (2000a), S. 6; IWF (1999), S. 49

denen nach amerikanischem Recht liegen. Aber diese Analyse ist gemäß der BIZ statistisch nicht signifikant, weil andere Faktoren als die Kollektivklauseln eine wichtigere Rolle spielen, wie zum Beispiel die Möglichkeiten, die Anleihen in den USA zu handeln.

Die Kosten für den ersten Emittenten von Staatsanleihen mit Kollektivklauseln unter dem New Yorker Recht könnten höher liegen als bei den nachfolgenden Emittenten. Für den *first mover* entsteht dieser Nachteil, weil es einige Zeit dauern wird bis der Markt diese Anleihen mit Kollektivklauseln unter dem New Yorker Recht akzeptieren.

Zudem tritt ein Signalproblem auf, wenn ein Staat Anleihen mit Kollektivklauseln unter einem Rechtssystem begibt, in dem Kollektivklauseln nicht üblich sind. Die Marktteilnehmer könnten die Einbeziehung von Kollektivklauseln als Zeichen dafür interpretieren, dass der Staat in Zukunft beabsichtigt, eine Umstrukturierung mit Hilfe von Kollektivklauseln vorzunehmen. Dieses

Problem tritt nicht auf, wenn alle Anleihen mit Kollektivklauseln enthalten würden.¹⁰¹

In Kasten 6 werden neben den Kollektivklauseln noch andere Eigenschaften der Anleihen in verschiedenen Rechtssystemen dargestellt.

5.3 Ausstiegsvereinbarungen (*exit consents*)

Im Rahmen einer Umstrukturierung von Staatsanleihen, bei der alte Anleihen in neue Anleihen umgetauscht werden, besteht häufig das Problem, dass ein Teil der Anleihehalter der Umstrukturierung nicht zustimmt und daher nicht bereit ist, die alten Anleihen in neue umzutauschen. Mit Hilfe von Kollektivklauseln ist es möglich, eine Minderheit von Gläubigern in eine Umschuldung einzubinden. Anleihen nach amerikanischem Recht

¹⁰¹ Vgl. IWF (2002e), S. 10.

beinhalten aber beispielsweise keine Kollektivklauseln, daher können Änderungen der Zahlungsbedingungen nur mit der Zustimmung aller Anleihehalter vorgenommen werden.

Aber es gibt die Möglichkeit, mit einer einfachen Mehrheit und der Zustimmung des Emittenten Vertragsbedingungen in den Anleihen zu ändern, die keine Zahlungsbedingungen darstellen. Derartige Änderungen werden **Ausstiegsvereinbarungen** (*exit consents* / *exit amendments*) genannt. Mit diesen Änderungen sollen diejenigen Anleihehalter bestraft werden, die nicht an Umstrukturierungen teilnehmen und auf diese Weise versuchen, ihre Verluste zu verhindern. Daher werden Änderungen in den Verträgen der alten Anleihen so vorgenommen, dass die alten Anleihen weniger attraktiv sind als die neuen Anleihen. Zu solchen Änderungen in den Verträgen gehören beispielsweise:

- Die Beeinträchtigung der Liquidität der Anleihen: Die alten Anleihen werden an den Börsen nicht mehr zugelassen, so dass die Anleihen an Börsen nicht mehr gehandelt werden können.
- Die Aufgabe oder Verwässerung von finanziellen Vertragsklauseln: Finanzklauseln, wie zum Beispiel Drittverzugsklauseln könnten abgeschafft werden. Aufgrund dieser Klausel können die Gläubiger von Anleihen eines Schuldners die sofortige Fälligkeit auch fordern, wenn die Zahlung bei einer anderen Anleihe dieses Schuldners eingestellt wird.
- Die Abschaffung von Klauseln, die es den Anleihehaltern generell ermöglichen, an Schuldenumstrukturierungen teilzunehmen.
- Der Verzicht auf die Immunität des Staates: Im Rahmen von Verträgen von Staatsanleihen verzichtet der Staat auf seine Immunität, da er hier als Vertragspartner (Schuldner) auftritt. Dieser Verzicht auf die Immunität wird mit Hilfe von *exit consents* aufgehoben.

- Die Einführung von tilgungsfreien Perioden.¹⁰²

Das Ziel der *exit consents* besteht darin, ein *hold-out*-Verhalten der Gläubiger zu verhindern.¹⁰³ Damit soll erreicht werden, dass die originären Anleihen für die Gläubiger weniger interessant werden als die neuen Anleihen, die im Zuge einer Umstrukturierung angeboten werden. Die Änderung der Vertragsbedingungen der originären Anleihen kann zum einen den Wert dieser Anleihen auf den Sekundärmärkten beeinträchtigen. Zum anderen kann es für die Halter der Anleihen schwieriger werden, ihre Forderungen rechtlich geltend zu machen.¹⁰⁴ Aus diesem Grund haben die Gläubiger einen Anreiz, sich an der Umstrukturierung zu beteiligen.

Bewertung

Obwohl *exit consents* bisher nur in Ecuador und in der Ukraine angewandt wurden, spielt dieses Instrument indirekt eine bedeutende Rolle, da es bei Umstrukturierungen als Drohpotential der Schuldner gegenüber den Gläubigern fungiert. Allerdings verlören die Schuldner Reputation, wenn sie mit Hilfe von diesen Instrumenten eine Umschuldung von ihren Anleihen erzwingen.

Ein bedeutender Vorteil von *exit consents* ist, dass eine Minderheit von Gläubigern eine Mehrheit nicht ausbeuten kann, wie zum Beispiel durch Trittbrettfahrerverhalten. Im Vergleich zu Kollektivklauseln haben *exit consents* den Vorteil, dass keine Gesetze und keine Anleihedokumente geändert werden müssen. Da *exit consents* nur angewandt werden können, wenn eine Mehrheit der Gläubiger den Umstrukturierungsvorschlägen des Schuldnerstaates zustimmen, kann ein Schuldner im Vorfeld nicht sicher sein, dass seine Umstrukturierungsvorschläge akzeptiert werden. Damit

102 Vgl. IWF (2001a), S. 8 und 11.

103 Vgl. IWF (2002e), S. 19.

104 Vgl. Buchheit / Gulati (2000).

stärken *exit consents* indirekt die Verhandlungsposition der Gläubiger.¹⁰⁵

Exit consents weisen allerdings einige Nachteile für Gläubiger und Schuldner auf. Da die *exit consents* sehr unterschiedlich ausgestaltet werden können und auch vertraglich nicht festgelegt ist, welche *exit consents* von den Schuldnern angewandt werden können, können die Gläubiger nicht vorhersehen, welche Änderungen der Vertragsbedingungen von den Schuldnern vorgenommen werden. Aus der Sicht der Gläubiger sind *exit consents* mit Unsicherheiten verbunden. Aus der Sicht der Schuldner könnte der Einsatz von *exit consents* es erschweren, das Vertrauen der Anleihehalter nach einer Umstrukturierung zurückzugewinnen und eine tragfähige Verschuldung aufzubauen.

Ecuador

Da es keine Kollektivklauseln gab, wandte die ecuadorianische Regierung erstmals bei der Umstrukturierung von Staatsanleihen *exit consents* an, um die vertraglichen Rechte derjenigen Anleihehalter zu schwächen, die nicht an der Umschuldung teilnehmen wollen. Die Veränderungen der Verträge umfasste beispielsweise die Abschaffung von Drittverzugsklauseln sowie die Beeinträchtigung der Liquidität der Anleihen, in dem die alten Anleihen an der Luxemburger Börse nicht mehr zugelassen wurde, so dass die Anleihen dort nicht mehr gehandelt werden konnten.¹⁰⁶

5.4 Zahlungseinstellung (*standstill*)

Die Definition von Zahlungseinstellung ist in der Literatur nicht einheitlich. Die G10 unterscheidet zwischen einem *standstill* (Stillhalteabkommen) und einem Moratorium. Bei einem *standstill* setzt der Schuldner in Absprache mit den Gläubigern seine Zahlungen für eine bestimmte Zeit aus. Ein

Moratorium hingegen ist dadurch gekennzeichnet, dass ein Schuldner einseitig die Aussetzung der Zahlungen beschließt. Dennoch ist die Grenze zwischen diesen beiden Arten der Schuldenaussetzung nicht eindeutig, da ein Moratorium eine stillschweigende Zustimmung der Gläubiger nach sich ziehen kann.¹⁰⁷ Für den IWF gibt es keine Unterscheidung zwischen *standstill* und Moratorium: *standstill* ist der Oberbegriff für Maßnahmen, die Nettoschuldzahlungen zu senken.¹⁰⁸ Diese Studie schließt sich der Definition des IWF an.

Ein *standstill* kann verschiedene Schuldtitel betreffen, wie zum Beispiel Staatsanleihen oder Bankkredite. Dieses Instrument kann sowohl von privaten als auch von öffentlichen Schuldnern angewandt werden.¹⁰⁹ Ein freiwilliger *standstill* ist bei homogenen Gläubigern, wie zum Beispiel bei Interbankenkrediten, eher möglich als bei heterogenen Gläubigergruppen, wie zum Beispiel bei Staatsanleihen. Zudem ist eine freiwillige Aussetzung einfacher, wenn die Gläubiger langfristig Geschäfte führen wollen, wie zum Beispiel bei Handels- und Bankkrediten.¹¹⁰

Bewertung

Dieses Instrument kann insbesondere drei Probleme des kollektiven Handelns begrenzen – das **Trittbrettfahrerverhalten**, den *rush to the exit* und den *rush to the court house*. Eine Zahlungseinstellung, die zwischen den Gläubigern und dem Schuldner vereinbart wurde, verhindert, dass eine Minderheit von Gläubigern eine kooperative Verhandlung stört. Zudem ist es bei einer Zahlungseinstellung für die Gläubiger schwieriger, ihre Schuldtitel zu verkaufen. Klagerechtsprozesse könnten mit einer formellen Umsetzung der Zah-

105 Vgl. Buchheit / Gulati (2000).

106 Vgl. Buchheit (2000), S. 23–24; IWF (2001a), S. 8 und 11.

107 Vgl. G10 (1996), S. 21.

108 Vgl. IWF (2000b), S. 18.

109 Es ist zu unterscheiden zwischen der Aussetzung von Zins- und Tilgungszahlungen. Da die Marktteilnehmer Zinszahlungen als wichtiger ansehen, bewerten sie den Zahlungsverzug von Zinszahlungen schlechter als den von Tilgungszahlungen. Vgl. G10 (1996), S. 22.

110 Ebenda, S. 19–20.

lungseinstellung durch eine Erweiterung der *Articles of Agreement* des IWF – insbesondere VIII2b – abgewandt werden.

Der Vorteil eines *standstill* ist darin zu sehen, dass der Schuldner Zeit gewinnt, um seine Liquiditätssituation zu verbessern. Beim Auftreten einer Liquiditätskrise kann die Aussetzung der Schuldendienstzahlungen ein *rush to the exit* und ein *rush to the court house* begrenzen.¹¹¹

Ein Nachteil eines *standstill* besteht in der Ansteckungsgefahr für andere Länder, da die Investoren befürchten, dass ein *standstill* auch in anderen Ländern eingeführt wird. Daher besteht die Gefahr, dass die Investoren ihr Kapital auch aus anderen Ländern abziehen, die noch keine Zahlungseinstellung verhängt haben, damit sie ihr Kapital erhalten, bevor eine umfangreiche Aussetzung der Schuldzahlungen stattfindet; schon die Erwartung eines *standstill* kann also eine Krise auslösen. Dieses Problem kann nur mit klaren Regeln beseitigt werden, die unter bestimmten Umständen automatisch ein *standstill* einführen.¹¹² Darüber hinaus birgt die Möglichkeit der Aussetzung der Schuldzahlungen die Gefahr, dass Schuldner *moral-hazard* eintritt.¹¹³

Zudem hat ein *standstill* den Nachteil, dass der Schuldner Reputationsverluste hinnehmen muss. Da die Gläubiger annehmen könnten, dass ein *standstill* auch in Zukunft wieder eingeführt werden könnte, werden die Risikoaufschläge und damit die Zinsen für den Schuldner steigen. Es besteht sogar die Gefahr, dass der Schuldner den Zugang zu den internationalen Finanzmärkten verliert.¹¹⁴

111 Vgl. Haldane (1999), S. 201 Dieser Vorteil gilt natürlich nur dann, wenn der *standstill* selbst keine Kapitalflucht und ein Überschießen der Wechsel- und Aktienkurse verursacht.

112 Vgl. Lipworth / Nystedt (2000), S. 13–14; Roubini / Frankel (2000b), S. 46.

113 Vgl. IWF (2000b), S. 5.

114 Vgl. Frenkel / Menkhoff (2000), S. 93–94.

Da die Zahlungseinstellung eine umfangreiche Kapitalflucht auslösen kann, werden oft gleichzeitig Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, wie zum Beispiel in Pakistan und in Malaysia. Pakistan hat 1998 die Fremdwährungseinlagen eingefroren, und der Kauf von konvertibler Währung war nicht möglich. In Malaysia wurden Kapitalverkehrskontrollen im Wesentlichen für den Abfluss von kurzfristigem Kapital errichtet.¹¹⁵

Russland

Im August 1998 verhängte die russische Regierung ein neunzigtägliches Moratorium für Verbindlichkeiten gebietsansässiger juristischer Personen. Dazu gehörten Tilgungszahlungen an ausländische Gläubiger für Kredite, deren Laufzeit 180 Tage überschritt, Versicherungsprämien und Verbindlichkeiten aus Devisentransaktionen. Ausgeschlossen wurden Schuldendienstzahlungen für Staatsanleihen, die nach der Auflösung der ehemaligen Sowjetunion emittiert wurden.¹¹⁶ Insgesamt betraf dieses Moratorium Schulden in Höhe von 17 Mrd. US \$ gegenüber privaten ausländischen Gläubigern, die zum Wechselkurs, der vor der Krise gültig war, bewertet wurden. Im November 1998 einigten sich die russische Regierung und die ausländischen Banken auf eine Umstrukturierung von Staatsanleihen in Höhe von 10 Mrd. US \$. Hierbei erhielten die ausländischen Banken 90 % in Anleihen; 10 % wurden bar ausgezahlt.

Obwohl Russland aufgrund seiner verbesserten wirtschaftlichen Entwicklung seit einigen Jahren den Zugang zu den internationalen Finanzmärkten wieder gewonnen hat, hat das Moratorium das Vertrauen in die russischen Finanzmärkte geschwächt. Ausländische Investoren zogen ihr Kapital aus dem Land ab: Vor Verhängung des Moratoriums wies die russische Kapitalbilanz einen Überschuss auf und danach ein Defizit.¹¹⁷ Im Zu-

115 Vgl. IWF (2000b), S. 20–21 und S. 28–29.

116 Vgl. Buch et al. (2000), S. 33; DIW et al. (1998), S. 955.

117 Vgl. IWF (2001b).

ge der Russlandkrise hatte das Moratorium auch Auswirkungen auf die Aktienmärkte in anderen Ländern der Region, wie zum Beispiel auf das Baltikum.

Insgesamt ist ein *standstill* nur eine Notlösung und sollte nicht einseitig eingeführt werden, da so das Vertrauen der Investoren für Jahre geschädigt werden kann. Damit besteht die Gefahr, dass der Zugang zum internationalen Kapitalmarkt für lange Zeit verschlossen sein kann.

5.5 Umschuldung von kurzfristigen in mittelfristige Interbankenkredite

Die Umschuldung von Interbankenkrediten ist ein wichtiger Ansatz, um die Zahlungsfähigkeit der Schuldner zu bewahren. Er dient vor allem der Überwindung einer Krise und soll insbesondere Kapitalabflüsse begrenzen. Dabei werden bestehende Verbindlichkeiten umstrukturiert. In der Regel werden die Laufzeiten der Kredite verlängert, um die Schuldner temporär zu entlasten. Dazu ist eine rechtzeitige und geordnete Umwandlung notwendig, die auch die wirtschaftliche, institutionelle und politische Lage eines Landes berücksichtigen soll.

Die Umschuldung privater Interbankenkredite entlastet zwar temporär die Schuldner, so dass sich das Bankensystem erholen kann und Liquiditätsengpässe nicht auf den realen Sektor übertragen werden. Dennoch lösen die Umschuldungen das Verschuldungsproblem nicht vollständig, da die Schuldenbelastung nur in die Zukunft verlagert wird. Darüber hinaus ist die Nützlichkeit dieser Maßnahme von der Bedeutung der Auslandsschulden inländischer Banken abhängig.¹¹⁸

Der Anteil der kurzfristigen Bankkredite an Entwicklungsländern stieg im Verhältnis zu den langfristigen zwischen 1989 von und 1996 von circa 40 % auf 56 % an und erhöhte damit die Krisen-

gefahr.¹¹⁹ Dass kurzfristige Interbankenkredite eine Gefahr für das gesamte internationale Finanzsystem darstellen können, wurde besonders am Beispiel Koreas deutlich. In diesem Fall befürchteten Experten Ende 1997, dass ein Misslingen der Umschuldung der koreanischen Interbankenkredite eine Krise des gesamten internationalen Finanzsystems hätte auslösen können.¹²⁰ Die Einbindung internationaler Banken in die Bewältigung der kurzfristigen Liquiditätsschwierigkeiten trug jedoch zur Abwendung einer Krise des internationalen Finanzsystems bei. Auch in die Bewältigung der Liquiditätsprobleme privater Banken in Indonesien und Brasilien wurden private Gläubiger-Banken einbezogen. Die folgenden Beispiele zeigen, dass die Umschuldung von kurzfristigen in mittel- bis langfristige Bankkredite ein wichtiges Instrument zur Einbindung privater Gläubiger in die Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen darstellt.

Korea

In Korea waren die kurzfristigen Interbankenkredite die Hauptquelle ausländischer Verschuldung. Im Dezember 1997 kam es zu einer Liquiditätskrise des inländischen Bankensystems, die das gesamte internationale Finanzsystem gefährdete. Zu dieser Zeit war die koreanische Situation durch niedrige Währungsreserven (6 Mrd. US \$) und Interbankenforderungen in Höhe von 28 Mrd. US \$ gekennzeichnet, die bis Ende Februar des kommenden Jahres fällig waren. Die Rating-Agenturen hatten die koreanischen Banken um fünf Stufen herabgesetzt. Infolge der Verschlechterung der makroökonomischen Situation wurde immer mehr Kapital aus dem Land abgezogen, was Liquiditätsengpässe auf dem Interbankenmarkt auslöste. In dieser Situation führten auch Staatsgarantien in Höhe von 20 Mrd. US \$ und IWF-Kredite in Höhe von 10 Mrd. US \$ nicht zu einer Beruhigung.

118 Vgl. Kampffmeyer (1988), S. 43.

119 Vgl. BIZ (2000).

120 Vgl. IWF (2000e), S. 130.

Am 22. Dezember 1997 organisierte die *Federal Reserve Bank of New York* ein Treffen der wichtigsten amerikanischen Banken, um sie von der Notwendigkeit einer Umschuldung der Kredite zu überzeugen. Ferner wurde eine Unterstützung öffentlicher internationaler Finanzinstitutionen zugesagt. Zunächst stimmten die Banken zu, die Kreditlinien für mindestens eine Woche aufrechtzuerhalten. Vergleichbare Treffen wurden in allen wichtigen Finanzzentren organisiert, wie zum Beispiel in Japan, Deutschland, Großbritannien und Frankreich. Schließlich einigten sich die Banken auf eine Umschuldung bis zum 31. März 1998. Unterstützt wurde diese Vereinbarung durch ein Schuldenüberwachungssystem, das die koreanische Zentralbank und der IWF errichteten. Die tägliche Überwachung aller koreanischer Banken bewirkte, dass fast alle ausländischen Banken ihre Versprechen einhielten, die Kreditlinien aufrechtzuerhalten.¹²¹

Auf Grund der verbesserten makroökonomischen Daten Ende Januar/Anfang Februar 1998 stimmten viele ausländische Banken (134) und andere ausländische Finanzinstitutionen Ende März einer Umstrukturierung der kurzfristigen Verbindlichkeiten in Höhe von 21,8 Mrd. US \$ zu. Hierbei wurde die Laufzeit der kurzfristigen Kredite, die 1998 fällig wurden, auf ein, zwei oder drei Jahre verlängert. Die Gläubigerbanken konnten zwischen den folgenden drei Alternativen wählen:¹²²

- i) einjährige Laufzeit zu Zinsen in Höhe von sechs-monatigen LIBOR plus 2,25 % (3,8 Mrd. US \$),
- ii) zweijährige Laufzeit zu Zinsen in Höhe von sechs-monatigen LIBOR plus 2,5 % (9,8 Mrd. US \$),
- iii) dreijährige Laufzeit zu Zinsen in Höhe von sechs-monatigen LIBOR plus 2,75 % (8,3 Mrd. US \$).

121 Vgl. IWF (2000c), S. 130ff.

122 Allerdings durfte jeder einzelne Gläubiger nicht mehr als 20 % in einjährige Anleihen umschulden. Vgl. IWF (2000a), S. 31; Lane / Schulte-Ghattas (1999), S. 22.

Insgesamt sank die kurzfristige Verschuldung koreanischer Banken und Unternehmen von 1996 bis 1998 stark (Tabelle 5). Ihr Anteil an der gesamten Verschuldung ging von 56,6 % auf 20,6 % zurück.

Tabelle 5: Kurzfristige Verbindlichkeiten koreanischer Finanzinstitutionen und Unternehmen gegenüber dem Ausland

	1996	1997	1998
Kfr. Verbindlichkeiten in % der gesamten Verbindlichkeiten	56,6	39,9	20,6
Kfr. Verbindlichkeiten in Mrd. US \$	93	63,6	30,7
Davon: Inländ. Finanzinstitutionen ^a	73	42,4	18,9
Inländ. Unternehmen	20	21,2	11,8
a Die inländischen Finanzinstitutionen umfassen Geschäftsbanken, spezialisierte Banken, Handelsbanken und Entwicklungsinstitutionen.			
Quelle: IWF (2000a), S. 35, Tabelle III.3			

Damit die internationalen Banken kein zu hohes Verlustrisiko übernehmen mussten, wurden alle kurzfristigen Kredite bis zu einer Laufzeit von einem Jahr (24 Mrd. US \$) durch koreanische Staatsgarantien gesichert, weshalb die ausländischen Finanzinstitutionen Forderungen gegenüber dem Staat hatten.¹²³

Gemäß einer Umfrage des IWF wurde die Umschuldung in Korea von den Marktteilnehmern – insbesondere von den internationalen Banken – nicht freiwillig durchgeführt, da die Banken dazu nachdrücklich aufgefordert werden mussten. Diese Erfahrungen hatten Einfluss auf andere Länder mit ähnlichen Schwierigkeiten. Beispielsweise wurden die Banken in der Brasilienkrise nicht zu einer Umschuldung gezwungen, weil die Gefahr

123 Vgl. IWF (2000e), S. 133; Lane / Schulte-Ghattas (1999), S. 22–23.

bestand, dass die ausländischen Banken ihre Kreditlinien an brasilianische Banken gekürzt hätten.¹²⁴

Indonesien

Infolge der Wechselkursabwertung im Sommer/Herbst 1997 gerieten viele indonesische Unternehmen mit Verbindlichkeiten in ausländischen Währungen gegenüber internationalen Banken in Zahlungsverzug. In diesem Fall waren nur 10 % der ausländischen Schulden Interbankenkredite. Die übrigen 90 % waren Schulden des indonesischen Unternehmenssektors, so dass sich die Umschuldung überwiegend auf die Aufrechterhaltung der Handelslinien konzentrierte. Die Umschuldung war problematisch, da es zunächst keine Staatsgarantie gab. Ferner war die Koordination der Banken schwierig, denn im Gegensatz zum koreanischen Fall übernahm keines der großen Länder (Japan, Deutschland, Frankreich und die USA) die Führungsrolle.

Ende Januar 1998 setzte die indonesische Regierung die Schuldenbedienung bei ausländischen privaten Gläubigern aus, und für die Auslandsschulden indonesischer Banken wurden Garantien gewährt. Ferner einigten sich die indonesischen Schuldner und die ausländischen Gläubiger im Juni 1998 auf die Umstrukturierung von Unternehmensschulden und die Aufrechterhaltung der Handels- und Interbankenkreditlinien. Die ausländischen Bankkredite, die bis Ende März 1999 fällig wurden, konnten gegen neue Kredite mit Laufzeiten von ein bis vier Jahren und Zinsen zwischen 2,75 % und 3,5 % über LIBOR ausgetauscht werden. Dabei wurden die neuen Kredite mit einer US \$-Garantie der indonesischen Zentralbank gedeckt. Außerdem wurden fast alle Handelskredite für ein weiteres Jahr auf dem Niveau von Ende April 1998 gehalten. Das im März 1998 errichtete Schuldenüberwachungssystem sollte

garantieren, dass die vereinbarten internationalen Bankkredite nicht gekürzt wurden.¹²⁵

Brasilien

In der Brasilienkrise (Ende 1998) spielten – ebenso wie in Korea – Interbankenkredite eine zentrale Rolle. In der zweiten Jahreshälfte 1998 reduzierten die internationalen Banken ihre Kredite in Brasilien um 5,7 Mrd. US \$.¹²⁶ Besser prozentual im vierten Quartal von 1998 wurden kurzfristige Interbankenkredite in Höhe von 6,6 Mrd. US \$ fällig, aber nur rund 4 Mrd. US \$ wurden von den Gläubigerbanken umgeschuldet, was eine Umschuldungsquote von 62 % ergab.¹²⁷ Von Mitte Oktober bis Mitte November 1998 sank die Umschuldungsrate auf dem Interbankenmarkt für zehn große brasilianische Banken sogar auf 20 %. Während einer ruhigeren Periode infolge der Bekanntmachung, dass der IWF finanzielle Unterstützung leistete, stieg die Umschuldungsquote für Interbankenkreditlinien im Dezember 1998 auf 70 % an.

Allerdings entstand Ende Dezember neuer Druck, da der brasilianische Kongress wichtige Reformmaßnahmen nicht verabschiedete, so dass Investoren die Glaubwürdigkeit des Wechselkursregimes in Frage stellten. Daher ging die Umschuldungsquote im Januar/Februar 1999 wieder auf rund 65 % zurück. Mitte März 1999 hingegen versicherten einige Gläubiger, Interbanken- und Handelslinien an brasilianische Schuldner für mindestens sechs Monate auf dem Niveau von Februar 1999 aufrecht zu erhalten.¹²⁸

Nach dieser Übereinkunft wurden alle fälligen Bankkredite ordnungsgemäß umgeschuldet. Im April 1999 erhöhten einige internationale Banken ihre Kredite in Brasilien und gingen damit sogar

124 Vgl. IWF (1999), S. 15 und (2000c), S. 133–134.

125 Vgl. IWF (2000e), S. 131; Lane / Schulte-Ghattas (1999), S. 23.

126 Vgl. IWF (2000e), S. 131.

127 Vgl. Baig / Goldfajn (2000), S. 15–16.

128 Vgl. IWF (1999c), S. 163.

über die Vereinbarungen hinaus. Dies ist darauf zurückzuführen, dass nach der Abwertung keine Bankenkrise stattfand und viele inländische Banken im 1. Quartal 1999 Gewinne aufwiesen und sich die brasilianische Wirtschaft schnell von den negativen Folgen der Abwertung erholte.¹²⁹ Dennoch reduzierten ausländische Banken ihre Kredite an brasilianische Banken in der ersten Jahreshälfte 1999 insgesamt um 10,6 Mrd. US \$.¹³⁰

6 Politikempfehlungen

Als Fazit lässt sich festhalten, dass die stark gestiegene Bedeutung und die hohe Volatilität privater Schuldtitel in den 90er Jahren dazu führen, dass der öffentliche Sektor allein nicht genügend finanzielle Mittel zur Verfügung hat, um Krisen abzuwenden oder zu bewältigen. Aus diesem Grunde ist eine Lastenteilung für die Kosten, die bei einer Umschuldung auftreten, zwischen dem privaten und öffentlichen Sektor durch die Einbindung privater Gläubiger unbedingt notwendig. Zudem soll die Einbindung privater Gläubiger Anreize für *moral-hazard*-Verhalten der Gläubiger verringern.

Ein Instrument für die Einbindung privater Gläubiger ist allein nicht ausreichend, um internationalen Verschuldungskrisen vorzubeugen oder sie zu bewältigen, weil die Instrumente komplementär und nicht substitutiv eingesetzt werden müssen. Daher ist ein Instrumentenkasten notwendig, der sich sowohl aus Instrumenten zur Krisenprävention als auch aus Instrumenten zur Krisenbewältigung zusammensetzt.

6.1 Instrumente zur Prävention von Verschuldungskrisen

Bei der Formulierung von wirtschaftspolitischen Handlungsempfehlungen ist eine Differenzierung zwischen Instrumenten, die eine Krise vermeiden sollen, und solchen, die zur Krisenbewältigung eingesetzt werden, notwendig, da diese Instrumente zu unterschiedlichen Zeitpunkten eingesetzt werden müssen. Einige Instrumente dienen dabei sowohl der Krisenvermeidung als auch der Krisenbewältigung.

Grundsätzlich sollte in Zukunft ein stärkeres Gewicht auf die Prävention von Krisen gelegt werden. Für die Einbindung privater Gläubiger in die Vorbeugung von internationalen Verschuldungskrisen sind die Befolgung eines *code of conduct*, vorsorgliche Kreditlinien und ein intensiver Dialog zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor erfolgversprechend.

Code of conduct

Das wichtigste Instrument zur Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von Verschuldungskrisen ist ein Verhaltenskodex für alle Marktteilnehmer – Gläubiger, Schuldner und den öffentlichen Sektor. Ein gut ausgestalteter *code of conduct* kann dazu beitragen, eine *road map* vorzugeben, die beschreibt, wie Schuldner und Gläubiger die Umstrukturierung von Schulden koordinieren sollten, damit die Schulden für den betroffenen Staat wieder tragfähig werden. Die Verhaltensgrundsätze sollen in Krisensituationen die Erwartung der Investoren positiv beeinflussen und die Kooperation zwischen Gläubigern und Schuldnern bei Krisen vereinfachen.

Ein *code of conduct* stellt zum Insolvenzverfahren aus folgenden Gründen ein komplementäres Instrument dar. Erstens kann der *code of conduct* vor einer Krise als Instrument zur Krisenvermeidung eingesetzt werden. Zweitens kann ein *code of conduct* zur Vorhersehbarkeit einer Umstrukturierung in einer Übergangsphase zwischen der Entscheidung für ein Insolvenzrechtsverfahren und seiner Umsetzung beitragen. Drittens gibt ein

129 Vgl. IWF (2000e), S. 132.

130 Vgl. BIZ (2000).

code of conduct Verfahrensgrundsätze vor, die auch während eines Insolvenzverfahrens gelten. Ebenso ist ein *code of conduct* ein komplementäres Instrument zu den Kollektivklauseln.

Da der *code of conduct* auf freiwilliger Basis beruht, ist es notwendig, **Anreize** für die Anwendung eines *code of conduct* für die Akteure auf den internationalen Finanzmärkten zu schaffen. 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 Beteiligte – Gläubiger, Schuldner und der öffentliche Sektor – in die Erarbeitung, Anerkennung und Durchführung des *code of conduct* einbezogen werden.

Der *code of conduct* sollte im Rahmen einer *task force*, die für diesen Zweck eingerichtet wird, entwickelt werden. Nach der Erarbeitung eines Vorschlages für einen *code of conduct* sollte dieser im zweiten Schritt vom privaten Sektor (durch die Zusammenschlüsse privater Gläubiger, wie zum Beispiel IIF oder EMTA etc.), vom öffentlichen Sektor (zum Beispiel durch das IMFC oder des *Development Committee* des IWF) und den Emittenten von Staatsanleihen (G20, G24 oder anderen relevanten Gruppen) anerkannt werden. Im Anschluss an die Bewilligung durch die Marktteilnehmer sollten, wie zum größten Teil von der *Banque de France* vorgeschlagen, folgende konkrete Schritte der Beteiligten folgen, um eine effektive Umsetzung des *code of conduct* zu fördern.¹³¹

Rolle des öffentlichen Sektors: Der öffentliche Sektor, zu dem beispielsweise Vertreter des IWF oder des Pariser Club zählen, sollte bei der Überprüfung des *code of conduct* eine aktive Rolle übernehmen. Auch wenn Verhandlungen über Umschuldungen theoretisch auch ohne den öffentlichen Sektor stattfinden könnte, ist dies in der Praxis nicht der Fall. Die bisherigen Erfahrungen zeigen, dass Umschuldungen mit einem vor der abschließenden Vereinbarung 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 der *lending-into-arrears*-Politik explizit die Umsetzung des *code of good 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, d.h. wenn die Schuldner verlangen, dass auch alle anderen Gläubiger als die Mitglieder des Pariser Club Umschuldungen vornehmen, wie sie im Pariser Club vereinbart wurden.

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 beispielsweise für die *Special Data Dissemination Standards (SDDS)*, könnte öffentlich zugänglich gemacht werden.

Rolle der privaten Gläubiger: Diese Vorschläge zeigen, dass es möglich ist, einen Anreizmechanismus für den Schuldner zu erstellen, aber es ist schwierig, geeignete Anreize für die Gläubiger zur Einhaltung eines *code of conduct* zu schaffen. Selbst wenn die Mehrheit der Gläubiger sich an den *code of conduct* hält, ist nicht auszuschließen, dass eine Minderheit sich nicht nach dem *code of conduct* richtet, da er rechtlich nicht verankert ist.

Der Verhaltenskodex sollte **Prinzipien** enthalten, die gleichermaßen für alle Beteiligte – Gläubiger, Schuldner und öffentliche Institutionen – gelten. Der Trichet-Vorschlag bietet daher ein geeignetes Gerüst für einen geeigneten Kodex, der um einige Prinzipien aus dem Vorschlag von den privaten Finanzinstitutionen und anderen Prinzipien erweitert werden sollte. Die einzelnen Verhaltensgrundsätze dieses erweiterten Trichet-Vorschlags könn-

131 Vgl. *Banque de France* (2003).

ten mit den folgenden Maßnahmen¹³² umgesetzt werden:

- **Früher Dialog zwischen Schuldnern und Gläubigern:** Zur Förderung eines frühen und regelmäßigen Dialogs zwischen Gläubigern und Schuldnern bietet die UN ein geeignetes Dialogforum, weil die UN eine relativ neutrale Institution darstellt. Im Gegensatz zum IWF oder der Weltbank, wird die UN nicht von den Industrieländern und damit tendenziell von den Gläubigern dominiert.
- **Fairer Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten:** Sobald der Verhandlungsprozess begonnen hat, ist es notwendig, einen geeigneten Rahmen zu errichten, der gewährleistet, dass die Gläubiger ausreichend über die finanzielle Lage des Schuldners unterrichtet werden. Hierfür sind Informationen über die ökonomische Lage des Schuldnerlandes, die ausstehenden Schulden und ein Vorschlag über die Umschuldungsmodalitäten notwendig. Der Schuldner könnte zum Beispiel in Zusammenarbeit mit dem IWF eine zentrale Datenbasis der Öffentlichkeit zur Verfügung stellen.
- **Faire Gläubigerrepräsentation:** Die Anwendung von Mehrheitsklauseln für Staatsanleihen stellen eine Möglichkeit dar, eine faire Repräsentation der Gläubiger zu gewährleisten.
- **Zügige und kooperative Verhandlungen:** Eine Zahlungseinstellung, die zwischen den Gläubigern und dem Schuldner abgesprochen wurde, verhindert, dass wenige Gläubiger eine kooperative Verhandlung stören. Zudem könnten Verzögerungen, die von Gläubigern durch juristische Einsprüche verursacht werden, durch eine freiwillige Aussetzung des Klagerechts abgewehrt werden. Der Gebrauch von *exit consents* könnte darüber hinaus für Gläubiger einen Anreiz bieten, sich an Umschuldungen zu beteiligen.
- **Gleichbehandlung aller Gläubiger:** Um zu gewährleisten, dass alle Gläubiger während eines Umstrukturierungsprozesses **gleich** behandelt werden, sollten die Verhandlungen möglichst transparent gestaltet werden. Andere Prinzipien, wie zum Beispiel ein fairer Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten oder die Verhandlung im guten Glauben, stellen wichtige Voraussetzungen für die Gleichbehandlung aller Gläubiger dar.
- **Vertrauensvolle Verhandlungen (*good faith*):** Die Einhaltung der Prinzipien des *code of good conduct* könnte als Beweis für vertrauensvolle Verhandlungen gelten. Außerdem sollten die Verhandlungspartner Schieds- und Vermittlungsprozeduren, die ex-ante definiert wurden, akzeptieren.
- **Aufrechterhaltung der Finanzposition des Schuldners:** Ein wichtiges Instrument hierfür ist beispielsweise eine temporäre Zahlungseinstellung der Schuldienstleistungen, damit die Währungsreserven des Landes nicht aufgebraucht werden. Für die Aufrechterhaltung der Finanzierungsfähigkeit des Schuldners spielt auch die *lending-into-arrears*-Politik des IWF eine wichtige Rolle, weil der IWF in dieser Situation neue Kredite gewährt und gleichzeitig ein Reformprogramm erarbeitet.
- **Rasche Wiederherstellung der Schulden-tragfähigkeit des Krisenlandes:** Die IWF-Programme und ihre Schulden-tragfähigkeitsanalysen stellen ein wichtiges Instrument dar, um die Schulden-tragfähigkeit des Landes zu erreichen. Diese Analysen des IWF bieten für die Gläubiger wichtige Hintergrundinformationen, damit die Gläubiger und Schuldner gemeinsam einen Vorschlag für die Umstrukturierung ihrer Schulden ausarbeiten können.

¹³² Ein Teil der Maßnahmen werden von der *Banque de France* vorgeschlagen. Vgl. *Banque de France* (2003).

- **Aufrechterhaltung der bestehenden Verträge:** Die Schuldner und Gläubiger sollten gewährleisten, dass die bestehenden Verträge grundsätzlich eingehalten werden.
- **Keine Unterstützung für *moral-hazard*-Verhalten von privaten Gläubigern:** Öffentliche Kredite sollten *moral-hazard*-Verhalten von privaten Gläubigern nicht begünstigen
- **Flankierende Wirtschaftspolitik:** Eine Umstrukturierung der Schulden sollte mit einer geeigneten Wirtschaftspolitik verbunden werden. Hierzu gehören beispielsweise eine stabilitätsorientierte Makropolitik sowie strukturelle Reformen im Finanz- und Unternehmenssektor.

Ein *code of conduct* könnte sich mittelfristig als Gewohnheitsrecht etablieren. Eine Voraussetzung dafür ist, dass er aufgrund seiner Ausgestaltung von den meisten Beteiligten akzeptiert wird. Dabei wäre es vorteilhaft, wenn sich die Beteiligten offiziell zu diesem *code of conduct* bekennen würden. Es wäre beispielsweise denkbar, dass sich die Beteiligten im Rahmen einer UN-Resolution zu dem *code of conduct* verpflichten, wie zum Beispiel bei den *Millennium Development Goals*.

Vorsorgliche Kreditlinien

Die vorsorglichen Kreditlinien stellen einen guten Ansatz dar, private Gläubiger in die Krisenprävention einzubeziehen. Der private Sektor kann mit der Bereitstellung der vorsorglichen Kreditlinien den öffentlichen Sektor maßgeblich entlasten. Der Umfang dieser Kredite sollte sich an zwei Größen orientieren: den kurzfristigen Kapitalbewegungen und den Währungsreserven. Da die Kreditlinien in erster Linie spekulative Attacken abwehren sollen, die besonders durch kurzfristige Kapitalbewegungen ausgelöst werden, sollten die Kreditlinien die Lücke zwischen kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland und den Währungsreserven schließen.

Für die erfolgreiche Anwendung dieses Instrumentes sollten die folgenden Bedingungen gelten: Erstens sollte der private Sektor die vorsorglichen Kreditlinien zusätzlich zu anderen Krediten gewähren und nicht als Ersatz für diese. Zweitens muss der Kreditzins dem Marktzins regelmäßig angepasst werden, damit sichergestellt ist, dass der Schuldner diese Fazilität nur im Krisenfall beansprucht und nicht, wenn die Ziehung der vorsorglichen Kreditlinien billiger ist als Kredite auf den internationalen Finanzmärkten. Wenn die Marktzinsen die Zinsen für die Fazilität deutlich überschreiten, hat der Schuldner einen Anreiz, diese Kreditlinien eher in Anspruch zu nehmen, als Kredite auf dem Kapitalmarkt nachzufragen. Dies würde aber dem Zweck entgegenwirken, dass diese Fazilitäten in Krisensituationen zur Abwehr von spekulativen Attacken dienen. Wenn die Marktzinsen hingegen erheblich unter diesen Kreditzinsen lägen, dann würde die Fazilität nicht in Anspruch genommen und wäre überflüssig.

6.2 Instrumente zur Bewältigung von Verschuldungskrisen

Für die Einbindung privater Gläubiger in die Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen stehen kurzfristig nur Kollektivklauseln, *exit consents*, die Umstrukturierung von Interbankenkrediten und Zahlungseinstellungen zur Verfügung, da das internationale Insolvenzrecht zur Zeit von den meisten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten abgelehnt wird. Mittelfristig allerdings kann das Insolvenzrecht eine wichtige Rolle spielen, da es das einzige umfassende Instrument ist, um verschiedene Gläubigergruppen von verschiedenen Schuldnerklassen vor und während einer Verschuldungskrise zu koordinieren. Unter den kurzfristigen Instrumenten zur Krisenbewältigung stellen die Kollektivklauseln das wichtigste Instrument zur Einbindung privater Gläubiger dar.

Kollektivklauseln

Trotz einiger Nachteile stellen Kollektivklauseln kurzfristig ein wichtiges Instrument zur Einbin-

dung privater Gläubiger in die Umstrukturierung von Staatsanleihen in Schwellenländern dar, weil sie die Einbeziehung von privaten Gläubigern erheblich vereinfachen. Kollektivklauseln dienen sowohl der Prävention als auch der Bewältigung von Verschuldungskrisen.

Da Minderheiten in die Entscheidung einer qualifizierten Mehrheit für Vertragsänderungen bei Anleihen einbezogen werden, verringern Kollektivklauseln besonders drei Probleme des kollektiven Handelns zumindest für einzelne Emissionen: das **Trittbrettfahrerverhalten**, das *rush-to-the-exit-Problem* und das *rush-to-the-court-house-Problem*. Allerdings sollten Kollektivklauseln komplementär zu anderen Instrumenten genutzt werden.

Während die meisten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten der Einführung von **Mehrheitsklauseln** zustimmten, besteht keine Einigkeit über ihre konkrete Ausgestaltung. Nach den Mehrheitsklauseln erhielt eine qualifizierte Mehrheit von Anleihehabern die Vollmacht, auch Minderheiten einzubinden. Es gibt unterschiedliche Auffassungen, wie hoch die Mehrheit sein sollte.

Die Mehrheitsvorschriften von 75 %, die normalerweise bei den unter dem englischen Recht begebenen Anleihen gelten und, die in der kürzlich emittierten mexikanischen Staatsanleihe enthalten sind, wurden von den meisten privaten Akteuren als zu gering eingestuft. Die Privaten schlugen die folgende Mehrheitsvorschrift vor: Anleihehalter, die 85 % des Nennwertes einer Anleihe halten, haben die Möglichkeit, die Zahlungsbedingungen der Anleihe zu modifizieren. Dies setzt aber voraus, dass Anleihehalter, die nicht mehr als 10 % des Nennwertes der Anleihe besitzen, nicht gegen die Umschuldung stimmen. Aufgrund dieser Nebenbedingung liegt die Mehrheitsvorschrift nicht bei 85 sondern bei 90 %. Internationale Institutionen hingegen, wie beispielsweise der IWF, befürworteten die Mehrheitsvorschrift von 75 %.¹³³ Da zu hohe Grenzen für die Mehrheitsvorschriften

Umschuldungen nicht vereinfachen, ist eine Mehrheitsvorschrift von 75 % geeignet.

Die Einbindung von anderen als den Mehrheitsklauseln, wie zum Beispiel von **Teilungsklauseln**, **Aggregationsklauseln** oder *collective representation clauses* sollte davon abhängig gemacht werden, inwieweit sie das Trittbrettfahrerverhalten und das *rush-to-the-court-house-Problem* lösen. Repräsentativklauseln tragen zu einem schnelleren und geordneteren Umschuldungsverfahren bei, da es einfacher ist, eine heterogene Gläubigergruppe zu kontaktieren und mit ihnen zu verhandeln. Aggregationsklauseln lösten zwar das Problem mehrere Anleihen und Schuldtitel zusammenzufassen, aber die Durchführung ist relativ kompliziert, da die Koordination der verschiedenen Gläubiger mit Schwierigkeiten verbunden ist.

Da es relativ schwierig werden wird, die alten Anleihen ohne Kollektivklauseln in neue Anleihen mit Kollektivklauseln umzutauschen, sollten nur neue Anleihen Kollektivklauseln enthalten. Obwohl die Kollektivprobleme dann nur bei einem Teil der Anleihen gelöst werden können, würde dies zu einer schnelleren und geordneteren Umschuldung von Staatsanleihen führen.

Sobald Kollektivklauseln auf den Märkten akzeptiert sind, werden die Nachteile des *first mover* und das Signalproblem nicht mehr auftreten. 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 der Artikel-IV-Konsultationen könnte der IWF prüfen, ob die Länder Kollektivklauseln in ihre neu emittierten Anleiheverträge eingebunden haben. Die Länder könnten dem IWF auch regelmäßig Kopien der Anleiheverträge schicken. Der IWF könnte dann eine öffentlich zugängliche Liste erstellen, die diejenigen Anleihen mit Kollektivklauseln enthält. Darüber hinaus könnten die IWF/Weltbank-Richtlinien für die Behandlung öffentlicher Schulden (*guidelines on*

133 Vgl. EMTA et al. (2003), IWF (2002d) und (2002e).

public debt management) die Einbeziehung von Kollektivklauseln in Anleiheverträge enthalten.¹³⁴

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.

Exit consents

Unter den Instrumenten zur Bewältigung von Verschuldungskrisen spielen *exit consents* indirekt eine bedeutende Rolle, da es bei Umstrukturierungen als Drohpotential der Schuldner gegenüber den Gläubigern fungiert. Mit diesem Instrument kann das Trittbrettfahrerverhalten von Gläubigern begrenzt werden, weil eine Minderheit von Gläubigern eine Mehrheit nicht ausbeuten kann.

Da die *exit consents* unterschiedlich ausgestaltet werden können und in den Verträgen für Staatsanleihen nicht immer festgehalten ist, welche *exit consents* von den Schuldner angewandt werden können, sind *exit consents* für die Gläubiger im Vergleich zu Kollektivklauseln mit mehr Unsicherheiten verbunden. Aus diesem Grunde fordern die privaten Akteure, dass in den Anleiheverträgen festgehalten wird, dass *exit consents* nur zulässig sind, wenn alle Anleihehalter zustimmen.¹³⁵ Die Möglichkeit *exit consents* anzuwenden, könnte einen Anreiz bieten, generell Kollektivklauseln in Staatsanleihen einzubinden. Daher sollten *exit consents* wie bisher mit einer einfachen Mehrheit der Anleihehalter umgesetzt werden können.

134 Vgl. IWF (2002e).

135 Vgl. EMTA et al. (2003).

Zahlungseinstellung

Zahlungseinstellungen können zwar zur Bewältigung einer Verschuldungskrise beitragen, sollten jedoch nur dann herangezogen werden, wenn kein anderes Instrument mehr zur Verfügung steht, da diese Maßnahme mit sehr vielen Problemen behaftet ist. Besonders bedenklich ist, dass der Einsatz dieses Instrumentes eine neue Verschuldungskrise auslösen kann. Für die erfolgreiche Umsetzung eines *standstill* sollten die folgenden Bedingungen erfüllt sein:¹³⁶

- Die Interessen der Gläubiger dürfen durch die Zahlungseinstellung nicht erheblich beeinträchtigt werden. Die Glaubwürdigkeit des Schuldners kann mit Staatsgarantien erhöht werden.
- Ein *standstill* sollte nur in Ausnahmefällen angewandt werden und nur im Einvernehmen mit den Gläubigern, da die Gefahr zu hoch ist, dass die Schuldner den Zugang zum Kapitalmarkt verlieren und Kapitalflucht ausgelöst wird.
- Die Aussetzung der Schuldzahlungen sollte alle Schuldenkategorien eines Staates gleichermaßen betreffen. Andernfalls besteht die Gefahr, dass Gläubiger Drittverzugsklauseln (*cross default clauses*) und Vorfälligkeitsklauseln (*acceleration clauses*) einsetzen. Dies hätte zur Folge, dass auch andere Verbindlichkeiten des Schuldners fällig werden.¹³⁷
- Die Investoren müssen davon überzeugt werden, dass die Aussetzung der Schuldzahlungen nur vorübergehend und für die

136 Vgl. IWF (2000b).

137 Vgl. Ein Beispiel für eine misslungene selektive Zahlungseinstellung für besicherte Brady-Bonds ist Ecuador. Hier hatte die Zahlungseinstellung für eine Anleihe zur Folge, dass die Gläubiger Drittverzugs- und Vorfälligkeitsklauseln anwendeten. Im Ergebnis forderten die Gläubiger die sofortige Fälligkeit der unbesicherten ecuadorianischen Brady-Bonds und der Eurobonds. Eichengreen (2000b), S. 9–10.

Schuldner notwendig ist, um Zeit für eine Verbesserung ihrer Liquiditätssituation zu gewinnen. Daher sollte die Aussetzung von Schuldzahlungen so kurz wie möglich sein, um die negativen Auswirkungen zu begrenzen.

- Die Schuldner sollten die Gläubiger über die wirtschaftliche Lage und die Schuldenstruktur des Landes gut informieren, damit die Gläubiger die Schuldensituation besser einschätzen können. Dadurch wird die Transparenz und damit die Glaubwürdigkeit der Schuldner verbessert.

Damit ein *standstill* für die Gläubiger besser voraussehbar ist, könnten formelle Methoden als Basis für Entscheidungen über Zahlungseinstellungen eingeführt werden. Dies ist eine Möglichkeit, den Gläubigern zu signalisieren, dass der Schuldner seine Zahlungen nur vorübergehend aussetzt, dabei könnte der **IWF** eine wichtige Rolle übernehmen. Ein Instrument für die formelle Umsetzung ist die Ausweitung der IWF-Rechte, indem der IWF seine *Articles of Agreement* – insbesondere VIII2b – erweitert. Dadurch erhält der IWF das Recht, für eine bestimmte Zeit das Klagerecht einiger Gläubiger aufzuheben (*stay in litigation*). Damit werden die Gläubiger temporär zu einem Stillhalten gezwungen.

Die Ausweitung der IWF-Rechte hat den Vorteil, dass die Schuldner eine Atempause erhalten. Ferner ist eine geordnete Umschuldung wahrscheinlicher, wenn das Klagerecht für einige Schuldner aufgehoben wird. Darüber hinaus wird infolge des Zeitgewinns die Wahrscheinlichkeit größer, dass Verhandlungslösungen erreicht werden. Fraglich ist, ob eine derartige Ausweitung der Kompetenzen des IWF gegenüber klagenden Gläubigern rechtswirksam ist. Damit werden geltende Verträge angetastet, so dass das Vertrauen der Anleger womöglich nachhaltig geschädigt wird.¹³⁸

Umstrukturierung von Interbankenkrediten

Da der Umfang und die Volatilität der kurzfristigen Interbankenkredite das internationale Finanzsystem gefährden, ist eine rechtzeitige und geordnete Umschuldung von Interbankenkrediten zur Krisenbewältigung notwendig. Eine Umschuldung kann erheblich zur Verbesserung der Zahlungsfähigkeit beitragen. Im Vergleich zu Anleihehaltern stellen die ausländischen Gläubiger von Interbankenkrediten eine kleinere und homogenere Gruppe dar, so dass eine Umschuldung mit weniger Koordinationsproblemen verbunden ist.

Eine Umstrukturierung von Interbankenkrediten kann in unterschiedlicher Form erfolgen, wobei die geeignete Vorgehensweise von der jeweiligen Situation eines Landes abhängt. Beispielsweise wurde in der Koreakrise die Umschuldung der Interbankkredite mit einer Staatsgarantie der koreanischen Regierung unterstützt. Diese Lösung war geeignet, weil in Korea vor der Krise eine solide Finanzpolitik vorlag, so dass Staatsgarantien die Haushaltslage nicht gefährdeten. Der Lösungsansatz in der Koreakrise ist auf andere Länder nur übertragbar, wenn vor der Krise in einem Land eine solide Finanzpolitik durchgeführt wurde. Dieser Ansatz ist aber mit *moral-hazard*-Risiken für koreanische und internationale Banken verbunden.

Insolvenzrecht

Entscheidend für die Umsetzung des Insolvenzverfahrens ist, dass es von den Staaten akzeptiert wird, da die **Regierungen** erstens das Verfahren in ihre jeweilige Gesetzgebung aufnehmen müssen. Zweitens müssten die Regierungen im Exekutivdirektorium des IWF einer Erweiterung der *Articles of Agreement*, wo der SDRM verankert werden soll, zustimmen.¹³⁹ Da aber wichtige Schuldner und Gläubiger der auf den internationalen Finanzmärkten emittierten Staatsanleihen, wie zum Beispiel der Privatsektor und die Regierungen der USA und einiger Schwellenländer, der Einfüh-

138 Vgl. Deutsche Bundesbank (1999).

139 Vgl. Filho (2003), Li Ruogu (2003).

zung eines Insolvenzverfahrens für Staaten nicht zustimmen, wird das Insolvenzverfahren kurzfristig nicht umgesetzt werden können.

Unter den **Industrieländern** gehen die Meinungen über den SDRM weit auseinander. Während die EU-Länder und die Nordisch-baltischen Länder sowie Australien den SDRM unterstützen, lehnt die USA und auch das von den Industrieländern dominierte *International Monetary and Financial Committee* des IWF diesen Vorschlag ab.¹⁴⁰

Selbst die meisten Vertreter aus **Entwicklungs- und Schwellenländer** unterstützen diesen Vorschlag nicht, da sie erstens befürchten, dass sie nach Einleitung eines derartigen Verfahrens den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verlören.¹⁴¹ Zweitens befürchten die Vertreter dieser Länder, dass die finanzielle Unterstützung der Internationalen Organisationen infolge der Einführung des Insolvenzrechtsverfahrens sinken würde.

Grundsätzlich lehnen die **privaten Gläubiger**, insbesondere Banken und Bankenverbände, das internationale Insolvenzrechtverfahren 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. Zweitens sind die Privaten der Meinung, dass das Insolvenzverfahren eher eine Finanzkrise in den Schuldnerländern auslösen könnte, da private Akteure bereits bei ersten Anzeichen für oder der Ankündigung eines Insolvenzverfahrens ihr kurzfristiges Kapital aus den Ländern abziehen würden. Drittens kritisieren die Privaten die Schul-

denkategorien, 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.¹⁴²

Aus der Sicht der **NGOs** stellt der IWF-Vorschlag kein geeignetes Konzept dar, um Finanzkrisen zu verhindern und, um die Verschuldung der Entwicklungsländer zu reduzieren. Im IWF-Vorschlag wird kaum die Sicherung des Existenzminimums in den Schuldnerländern berücksichtigt. Darüber hinaus enthält der IWF-Vorschlag kein gerechtes und transparentes Schiedsverfahren für die Umstrukturierung der Schulden.

Trotz dieser Kritik am IWF-Vorschlag für ein internationales Insolvenzverfahren, stellt der IWF-Vorschlag einen geeigneten Rahmen für ein internationales Insolvenzverfahren dar. Grundsätzlich ist es schwierig, ein Insolvenzverfahren vorzuschlagen, das von allen Parteien akzeptiert wird, da die Interessen der Beteiligten sehr unterschiedlich sind. Einige Teilnehmer auf den internationalen Finanzmärkten identifizieren sich nicht mit dem IWF-Vorschlag, weil sie an seiner Erarbeitung nicht teilnehmen konnten. Folgende Merkmale des IWF-Vorschlages sollten geändert werden:

- Ein Insolvenzrecht sollte nicht in den *Articles of Agreements* des IWF verankert werden, sondern in einem separaten Vertrag oder bei einer neutralen Institution angesiedelt werden. Ein **separater Vertrag** ist vorteilhaft, weil der IWF hierdurch nicht in eine Doppelrolle als Gläubiger und Schiedsrichter gezwungen wird. Allerdings wären rechtlich nur die vertragschließenden Parteien an den Vertrag gebunden. Im Gegensatz dazu würde die Einbindung des Insolvenzrechtes in die Statuten des IWF die Zusammenführung von Gläubigern und

140 Vgl. Snow (2003), US Treasury (2003), Campbell (2003), Haarde (2003), Solbes (2003), IWF (International Monetary and Financial Committee) (2003). Die Amerikaner begründen nicht, warum sie das internationale Insolvenzrecht ablehnen.

141 Vgl. Filho (2003); Roubini / Setser (2003), S. 3–4.

142 Vgl. IPMA et al. (2002c).

Schuldnern unter einem einheitlichen Rechtsdach ermöglichen, weil das Insolvenzrecht dann Bindungswirkung für alle Mitgliedsländer des IWF entfalten würde. Die problematische Doppelrolle des IWF ließe sich dadurch vermeiden, dass das internationale Insolvenzverfahren bei einer **neutralen Institution** angesiedelt wird, wie zum Beispiel etwa bei den Vereinten Nationen. Da die Entwicklungsländer in den Entscheidungsgremien der Vereinten Nationen eine höhere Stimmengewichtung haben als beim IWF, würde die Verlagerung des gesamten Prozesses in die Vereinten Nationen zu größerer Zustimmung bei den Entwicklungsländern führen.

- Der **IWF** sollte eine weniger bedeutende Rolle übernehmen als im IWF-Vorschlag für das internationale Insolvenzrechtsverfahren vorgesehen. Bei der Ernennung der Mitglieder des Schlichtungsgremiums sollte der IWF nicht mitbestimmen. Allerdings sollte der IWF bei der Beurteilung der Schuldentragfähigkeit eine wichtige Rolle spielen, weil der IWF wie kaum eine andere Institution aufgrund seiner Länderarbeit über hervorragende Expertise und auch Daten für die Beurteilung der Länder verfügt. Es könnte beispielsweise ein Beratergremium eingerichtet werden, das sich aus Mitarbeitern des IWF, Vertretern von privaten Institutionen, den Schuldnerländern und anderen Gläubigern zusammensetzt.
- **Bilaterale Gläubiger** sollten in die Umstrukturierung einbezogen werden, um eine Gleichbehandlung aller Gläubiger zu garantieren. Ohne die Einbindung der öffentlichen bilateralen Gläubiger würden im SDRM nur Forderungen der privaten Gläubiger umgeschuldet.
- Ein temporärer *stay*, der nur mit der Zustimmung der Gläubiger verlängert wird, sollte Bestandteil eines Insolvenzverfahrens sein, weil ein *stay* zu einer gerechten Behandlung aller Gläubiger beiträgt und ein *stay* dem Schuldner erlaubt, Reformen mit

Geldern durchzuführen, die für Schuldendienstzahlungen hätten verwendet werden müssen.

- Entsprechend des Vorschlages der NGOs sollte ein **Schlichtungsgremium** eingerichtet werden, das aus einer unabhängigen Expertengruppe besteht und nicht nur Empfehlungen abgeben kann, sondern auch Entscheidungsrechte erhält. Damit Klagen einzelner Gläubiger nicht erfolgreich umgesetzt werden können, sollte die Schlichtungsstelle bevollmächtigt sein, die Geltendmachung einer Forderung auszusetzen. Außerdem sollte die Schlichtungsstelle den Verifikationsprozess der Forderungen überprüfen und über die Rechtmäßigkeit der Ansprüche entscheiden. Dieses Gremium sollte über die Notwendigkeit der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens entscheiden können, damit der Missbrauch des SDRM durch Schuldner verhindert werden kann. Zudem sollte dieses Gremium in die Beurteilung der Schuldentragfähigkeit eingebunden werden.

Auch wenn das internationale Insolvenzrechtverfahren zur Zeit von den meisten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten abgelehnt wird, ist es ein wichtiges Instrument für die Umstrukturierung von Staatsanleihen, um die drei Koordinierungsprobleme – *rush to the exit*, *rush to the court house* und das Trittbrettfahrerverhalten – zu lösen. Zudem stellt das internationale Insolvenzverfahren bisher den einzigen Lösungsvorschlag, der verschiedene Schuldenklassen aggregieren sowie die Zusammenfassung innerhalb dieser Klassen lösen kann. Aus diesen Gründen wird das Insolvenzverfahren mittelfristig in der Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen eine wichtige Rolle spielen.

Literaturverzeichnis

- Baig, T. / I. Goldfajn** (2000): The Russian Default and the Contagion to Brazil, IMF Working Paper, Nr. 00/160, Washington D.C.
- Balz, M.** (2003): Keynote Address, in: New Sovereign Debt Restructuring Mechanisms – Challenges and Opportunities, InWent (Internationale Weiterbildung und Entwicklung) Development Policy Forum, 21.–22. Februar, S. 22–26, Berlin
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)** (1998): Jahresbericht 1997, Basel
- (1999): The Effect of CACs on Sovereign Bond Spreads, in: *BIS Quarterly Review*, November, S. 21–22, Basel
- Banque de France** (2003), Towards a Good Conduct on Sovereign Debt Re-Negotiation, Trichet-Proposal, Januar 2003, Paris
- Bartholomew, E.** (2002): Two-step Sovereign Debt Restructuring. A Market-Based Approach in a World without International Bankruptcy Law, in: *JP Morgan*, 24. April, S. 1–10, www.emta.org/keyper/barthol.pdf
- Buch, C. / R. P. Heinrich / L. Lusinyan / M. Schrooten** (2000): Russia's Debt Crisis and the Unofficial Economy, in: *Kiel Working Paper*, Nr. 978, Institut für Weltwirtschaft, Kiel
- Buchheit, L.C.** (2000): Sovereign Debtors and their Bondholders, UNITAR (United Nations Institute for Training and Research) Document, Nr. 1, New York
- Buchheit, L.C. / Gulati G.M.** (2000): Exit Consents in Sovereign Bond Exchange, in: *UCLA (University of California and Los Angeles) Law Review*, Jg. 48, H. 1
- Campbell, I.** (2003): Statement by Senator the Hon. Ian Campbell, Parliamentary Secretary to the Treasurer of Australia, April 12, internet: www.imf.org/external/spring/2003/imfc/stete/eng/aus.htm
- Cline, W.** (2000): The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets, Paper prepared for the National Bureau of Economic Research, Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, 19.–21. Oktober 2000 in Woodstock, Vermont
- Council on Foreign Relations** (1999): Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture, *Report of the Independent Task Force*, sponsored by the Council on Foreign Relations Co-chairs by Carla A. Hills and Peter G. Peterson, Project directed by Morris Goldstein, Washington D.C.
- (2000): Roundtable on Country Risk in the Post-Asia Crisis Era: Identifying Risks, Strategies, and Policy Implications, Key Recommendations from Working Group Discussions 10/99–09/00
- Crockett, A.** (1999): Mr. Crockett Asks Whether the International Financial System Needs Mending (Titel), Rede von Herrn Andrew Crockett bei der Friedrich-Ebert-Stiftung in Frankfurt am 8. Dezember 1999, in: *BIS (Bank for International Settlements) Review*, Nr. 135/1999
- Dell'Ariccia, G. / I. Gödde / J. Zettelmeyer** (2000): Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test, paper presented at the First Annual IMF Research Conference 9.–10. November 2000, Washington D.C.
- Deutsche Bundesbank** (1999): Neuere Ansätze zur Beteiligung des Privatsektors und der Lösung internationaler Verschuldungskrisen, in: *Deutsche Bundesbank Monatsbericht*, Nr. 12, Dezember 1999, S. 33–50, Frankfurt am Main
- DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung)** (1998): Die wirtschaftliche Lage Russlands. Krise offenbart Fehler der Wirtschaftspolitik, in: *DIW Wochenbericht*, Nr. 51/52/1998, 65. Jahrgang, Berlin
- Dixon, L. / D. Wall** (2000): Collection Action Problems and Collective Action Clauses, in: Bank of England, *Financial Stability Review*, Juni, S. 142–153
- Drage, J. / F. Mann** (1999): Improving the Stability of the International Financial System, in: Bank of England, *Financial Stability Review*, Juni, S. 40–77
- Eichengreen, B.** (1999): Toward a New International Financial Architecture. A Practical Post-Asia Agenda, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Eichengreen, B. / A. Mody** (2000a): Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?, in: *NBER Working Paper*, Nr. 7458, Januar 2000, Cambridge
- (2000b): Can the *Moral Hazard* Caused by IMF Bailouts be Reduced? International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), in: *Geneva Reports on the World Economy*, Special Report 1, CEPR, London
- Eichengreen, B. / A. Mody / C. Rühl** (2000c): The Bail-In Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means, Mai 2000, mimeo
- EMTA (Emerging Market Trade Association)** (1999a): Paris Club Asks Pakistan to Reschedule Eurobonds. What is Appropriate G7 and Official Sector Policy Toward Rescheduling Eurobonds?, April 1999, New York
- (1999b): Is Burden Sharing Pushed too Far?, *EMTA Publication*, 24. September, New York
- (2001a): Mission & Origins, New York, internet: <http://www.emta.org/about/aboutmainframe.html>
- (2001b): Burden Sharing in 2001: Now is the Time to Reform the Paris Club, in: *EMTA Policy Paper*, 13. Februar 2001, New York

- (2003): Institute of International Finance (IIF) / International Primary Market Association (IPMA) / The Bond Market Association / Securities Industry Association / International Securities Market Association / Emerging Markets Creditors Association: Joint Paper, EMTA, Other Financial Trade Associations Distribute Marketable Bonds Package to G10-Finance Ministers, February 3, 2003, internet: emta.org/ndvelop/Final_merged.pdf
- Frenkel, M. / L. Menkhoff** (2000): *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Springer, Berlin et al.
- Goldstein, M.** (2000): *Strengthening the International Financial Architecture. Where Do We Stand?*, Institute for International Economics, *Working Paper*, Nr. 8, Washington D.C.
- Greenspan, A.** (1998): Remarks by Chairman Alan Greenspan, in: *Understanding Today's International Financial System, Before the 34th Annual Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago*, 7. Mai 1998
- (1999): *Strengthening the International Financial Architecture*, Report of G7 Finance Ministers to the Köln Economic Summit, 18.–20. Juni
- Group of Seven (G7)** (2003): *G-7 Action Plan Implementation*, April 2003, US Treasury Press Release
- Group of Ten (G10)** (1996): *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors*, Basel
- Group of Twenty-Four (G24)** (2003): *Intergovernmental Group of Twenty-Four On International Monetary Affairs And Development*, Communiqué, April 11, internet: www.imf.org/external/np/cm/2003/041103.htm
- Haarde, Geir H.** (2003): *Statement by Geir H. Haarde, Minister of Finance, Iceland, International Monetary and Financial Committee*, 12. April, internet: www.imf.org/external/spring/2003/imfc/state/eng/isl.htm
- Haldane, A.** (1999): *Private Sector Involvement in the Financial Crisis: Analytics and Public Policy Approaches*, in: Bank of England, *Financial Stability Review*, November, S. 184–202
- Hawkins J. / P. Turner** (2000): *Managing Foreign Debt and Liquidity Risks: An Overview*, in: *Managing Foreign Debt and Liquidity Risks, BIS Policy Papers*, Nr. 8, September, S. 3–59, Basel
- Hefeker, C.** (2002): *Ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten?*, in: *Wirtschaftsdienst*, Springer Verlag, H. 11, S. 684–688
- Herman, B.** (2003): *Keynote Address*, in: *New Sovereign Debt Restructuring Mechanisms – Challenges and Opportunities*, InWent (Internationale Weiterbildung und Entwicklung) Development Policy Forum, 21.–22. Februar, S. 27–55, Berlin
- IIF (Institute of International Finance)** (1999a): *Report of the Working Group on Financial Crises in Emerging Markets*, Januar, Washington D.C.
- (1999b): *Strengthening Relations between Emerging Market Authorities and Private Investors/Creditors: A Country-Focused Approach to Crisis Avoidance*, April, Washington D.C.
- (2001a): *The Institute of International Finance*, Washington D.C., internet: <http://www.iif.com/about.htm>
- (2001b): *The Institute of International Finance*, Washington D.C., internet: <http://www.iif.com/intro.htm>
- (2002): *Action Plan, Strengthening Emerging Markets Finance*, Policy Reports, April 2002, Washington D.C.
- IWF (Internationaler Währungsfonds)** (1999): *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises*, Prepared by the Policy Development and Review Department, April, Washington D.C.
- (2000a): *Republic of Korea: Economic and Policy Developments, IMF Staff Country Report*, Nr. 00/11, Februar, Washington D.C.
- (2000b) *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Standstills – Preliminary Considerations*, 5. September, Prepared by the Policy Development and Review and Legal Departments, Washington D.C.
- (2000c): *Communique of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund*, 16. April, Washington D.C.
- (2000d): *Jahresbericht 1999*, Washington D.C.
- (2000e): *International Capital Markets. Developments Prospects and Key Policy Issues*, September, Washington D.C.
- (2001a): *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds*, Prepared by the Policy Development and Review and Legal Departments, Washington D.C.
- (2001b), *Resolving and Preventing Financial Crises: The Role of the Private Sector*, 26. März 2001, Issue Brief 01/02, Washington D.C.
- (2002a): *A Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Reflections and Future Work*, February, S. 1–19, Washington D.C.
- (2002b): *Sovereign Deb Restructuring and the Domestic Economy Experience in Four Recent Cases*, Prepared by the Policy Development and Review Department in Consultation with other Departments, 21. Februar, Washington D.C.

- (2002c): The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations, November 27, Prepared by the Legal and Policy Development and Review Departments in Consultation with the International Capital Markets and Research Departments approved by Francois Gianviti and Timothy Geithner, November, S. 1–76, Washington D.C.
 - (2002d): The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses, Prepared by the Legal Department in Consultation with the Policy Development and Review and International Capital Markets Department approved by Francois Gianviti, Juni, S. 1–28, Washington D.C.
 - (2002e): Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts – Encouraging Greater Use, Prepared by the Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments approved by Timothy Geithner, Francois Gianviti, and Gerd Häusler, Juni, S. 1–29, Washington D.C.
 - (2003a): 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 approved by Francois Gianviti and Timothy Geithner, 12. Februar, S. 1–29, Washington D.C.
 - (2003b): Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund, Press Release No. 03/50, 12. April, internet: www.imf.org/external/np/sec/pr/2003/pr0350.htm
- Jewett, M.** (2003): Keynote Address, in: New Sovereign Debt Restructuring Mechanisms – Challenges and Opportunities, InWEnt (Internationale Weiterbildung und Entwicklung) Development Policy Forum, 21.–22. Februar, S. 56–62, Berlin
- Kaiser, J. / F. Schröder** (2002): New Steps to Faster and Broader Debt Relief for Developing Countries, Dialogue on Globalization, Occasional Papers Nr. 1, Dezember 2002, Friedrich Ebert Stiftung, Erlassjahr.de (Entwicklung braucht Entschuldung), New York
- **Kaiser, J.** (2003a): Keynote Address, in: New Sovereign Debt Restructuring Mechanisms – Challenges and Opportunities, InWEnt (Internationale Weiterbildung und Entwicklung) Development Policy Forum, 21.–22. Februar, S. 63–66, Berlin
 - (2003b): A Breeze of Fresh air into the SDRM debate: the Trichet Proposal, Erlassjahr, 14.02.2003, http://www.erlassjahr.de/15_publicationen/15_030215_trichet.htm
- Kampffmeyer, T.** (1988): Stellungnahme für die öffentliche Anhörung von Sachverständigen durch den Ausschuss für wirtschaftliche Zusammenarbeit zum Thema „Verschuldungskrise der Entwicklungsländer“ am 18. April in Bonn, Bundeshaus, in: Uwe Holtz (Hrsg.), *Verschuldungskrise der Entwicklungsländer*, Anhörung im Deutschen Bundestag, Nomos Verlagsgesellschaft, S. 38–66, Baden-Baden
- Kletzer, K. / Mody, A.** (2000): Will Self-Protection Policies Safeguard Emerging Markets from Crises?, mimeo
- Krueger, A.** (2001): International Monetary Fund, International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>, 9 Seiten, November, Washington D.C.
- (2002): International Monetary Fund, A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, S. 1–40, April, Washington D.C.
 - (2003): Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier?, Annual Meeting of the American Economic Association, 4. Januar 2003, Washington D.C., internet: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/010403.htm>
- Kwon** (2003): Keynote Address, Paper P presented at the Conference New Sovereign Debt Restructuring Mechanisms – Challenges and Opportunities, InWEnt (Internationale Weiterbildung und Entwicklung) Development Policy Forum, 21.–22. Februar, Berlin
- Lane, T. / M. Schulte-Ghattas** (1999): Program Financing and Market Reactions, in: Lane, T., A. Ghosh, J. Hartman, S. Phillips, M. Schulte-Ghattas, und T. Tsikata, IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand. A Preliminary Assessment, *IMF Occasional Paper*, Nr. 00/178, S. 20–26, Washington D.C.
- Lane, T. / M. Schulte-Ghattas / S. Phillips** (2000): Does the IMF Financing Result in *Moral Hazard*?, *IMF Working Paper*, Nr. 00/168, Washington D.C.
- Lipworth, G. / J. Nystedt** (2000): Crisis Resolution and Private Sector Adaption, paper presented at the First Annual IMF Research Conference 9.–10. November 2000, Washington D.C.
- Meltzer, A.** (1998): Asian Problems and the IMF, in: *The Cato Journal*, Bd. 17, Nr. 3, S. 267–274
- (2000): Statement of Alan H. Meltzer at the Hearing on the Final Report of the International Financial Institution Advisory Commission, Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 9. März
- Mishkin, F. S.** (1997): International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability, in: Duwendag, D. (Hrsg.), *Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik*, Duncker & Humblot, S. 11–40, Berlin
- (1999): Global Financial Instability: Framework, Events, Issues, in: *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 13, Nr. 4, S. 3–20
- Palocci Filho, A.** (2003): Statement by Antonio Palocci Filho, Minister of Finance, Brazil, International Monetary and Financial Committee Meeting, 12. April, internet: www.imf.org/external/spring/2003/imfc/state/eng/bra.htm

- Raffer, K.** (1990): Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face, University of Vienna, in: *World Development*, Jg. 18, H. 2, S. 301–311
- (2000): Internationales Insolvenzrecht – Ausstieg aus dem einseitigen Krisenmanagement? Anforderung an ein Internationales Insolvenzrecht, *Schuldenreport 2000*, S. 62–65
- Reisen, H.** (1999): After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows, OECD Development Centre, *Policy Brief*, Nr. 16, Paris
- Rogoff K. / Zettelmeyer J.** (2002): International Monetary Fund, Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey, Working Paper WP/02/57, März, S. 1–18, Washington D.C.
- Roubini, N.** (2000a): Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector. A Primer: Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law, Stern School of Business, New York University, New York, (unv. Ms.)
- Roubini, N. / J. Frankel** (2000b): The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises, Paper for the NBER Conference of Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, Oktober, Woodstock, Vermont
- Roubini, N.** (2002a): Do we need International Bankruptcy Regime? Comments on Bulow, Sachs and White, Stern School of Business, New York University, NBER and CEPR, Preliminary Draft, April, Washington D.C.
- (2002b): Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems, Stern School of Business, New York University, First Draft, Juli, Washington D.C.
- Roubini, N. / B. Setser** (2003a): Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform, paper prepared for the conference on “Improving the Sovereign Debt Restructuring Process” co-hosted by the Institute for International Economics and Institut Français des Relations Internationales, 9. März 2003, Paris
- Ruogu, L.** (2003): Statement by Mr. Li Ruogu, Assistant Governor of the People’s Bank of China, 12. April, Internet: www.imf.org/external/spring/2003/imfc/state/eng/chn.htm
- Sidaoui, J.** (2000): Macroeconomic Aspects of the Management of External Debt and Liquidity: Reflections on the Mexican Experience, in: *Managing Foreign Debt and Liquidity Risks, BIS (Bank for International Settlements) Policy Papers*, Nr. 8, September, S. 118–137, Basel
- Snow, J.W.** (2003): Meeting of the International Monetary and Financial Committee (IMFC), 12. April, internet: www.imf.org/external/spring/2003/imfc/state/eng/usa.htm
- Solbes, P.** (2002): Statement by Pedro Solbes, Member of the European Commission to the International Monetary and Financial Committee, 12.–13. April, internet: www.imf.org/external/spring/2003/imfc/state/eng/ec.htm
- Speyer, B.** (1999): Finanz- und Währungskrisen: Die Einbindung des privaten Sektors, in: *Bulletin Aktuelle Wirtschafts- und Währungsfragen*, Nr. 32, S. 8–16
- Taylor, J. B.** (2002a): Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective, Speech at the Conference “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards” Institute for International Economics, <http://www.iie.com/papers/taylor0402.htm>, April, S. 1–4, Washington D.C.
- (2002b): Using Clauses to Reform the Process for Sovereign Debt Workouts: Progress and Next Steps, Prepared Remarks at the EMTA Annual Meeting, Department of the Treasury Office of Public Affairs, 5. Dezember, internet: www.emta.org/key_per/
- Van Hees, T.** (2003): Keynote Address, Paper Presented at the Conference New Sovereign Debt Restructuring Mechanisms – Challenges and Opportunities, InWENT (Internationale Weiterbildung und Entwicklung) Development Policy Forum, 21.–22. Februar, Berlin
- Weltbank** (1992): World Debt Tables 1992, Washington D.C.
- (1997): Global Development Finance 1996. Analysis and Summary Tables, Washington D.C.
- (1999): Global Development Finance 1999. Analysis and Summary Tables, Washington D.C.
- (2002): Global Development Finance 2002. Analysis and Summary Tables, Washington D.C.
- Willett, T. D.** (1999): Did the Mexican Bailout Really Cause the Asian Crisis?, *Claremont Policy Briefs*, Nr. 99-01, März, (The Claremont Institute for Economic Policy Studies, The Commons Institute for International Economic Studies, and The Lowe Institute of Political Economy)
- Yianni, A.** (1999): Resolution of Sovereign Financial Crisis – Evolution of the Private Sector Restructuring Process, in: *Financial Stability Review*, Juni, S. 78–84
- Zenker, W.** (2002): Staatliche Insolvenzverfahren – Freifahrtschein oder Weg aus der Krise?, Vortrag auf der Tagung: Globalisierung und nationale Entwicklungspolitik, 21.–23. November, Schwaig