ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Franke, Günter

Working Paper

Institutionelle Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des LDC-Portefeuille-Managements der Gläubigerbanken

Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 74

Provided in Cooperation with:
Department of Economics, University of Konstanz

Suggested Citation: Franke, Günter (1988) : Institutionelle Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des LDC-Portefeuille-Managements der Gläubigerbanken, Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 74, Universität Konstanz, Sonderforschungsbereich 178 - Internationalisierung der Wirtschaft, Konstanz

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/101767

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

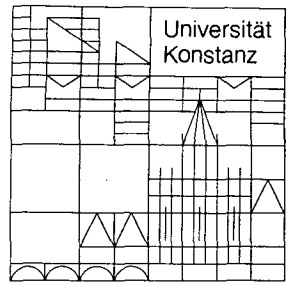
If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Sonderforschungsbereich 178
„Internationalisierung der Wirtschaft“

Diskussionsbeiträge



Juristische
Fakultät

Fakultät für Wirtschafts-
wissenschaften und Statistik

Günter Franke

Institutionelle Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des LDC-Portefeuille-Managements der Gläubigerbanken

---

Postfach 5560
D-7750 Konstanz

Serie II — Nr. 74
November 1988

INSTITUTIONELLE GESTALTUNGSMÖGLICHKEITEN ZUR ERLEICHTERUNG DES LDC-PORTEFEUILLE-MANAGEMENTS DER GLÄUBIGERBANKEN

Günter Franke

Serie II - Nr. 74

November 1988

Weltwirtschaft Kiel
Ag 5165/88

C160771

ZUSAMMENFASSUNG

In diesem Beitrag werden kreditpolitische Maßnahmen erörtert, die zu einer Entschärfung der internationalen Schuldenkrise beitragen könnten. Zu diesen Maßnahmen zählen Änderungen von Rechten und Pflichten aus Kreditverträgen einerseits zwischen Schuldnern und Gläubigern und andererseits im Gläubigerkreis.

Zuerst werden Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des Handels von bereits bestehenden Forderungstiteln zwischen den Gläubigerbanken geprüft, sodann Gestaltungsmöglichkeiten zur postkontraktuellen Entlastung der Schuldner, und schließlich wird eine Risikoteilung zwischen Gläubigern und Schuldnern ex ante als Weg zu effizienterer Gestaltung von Kreditverträgen erörtert.

Gliederung

I Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des Handels bereits bestehender Forderungstitel zwischen den Gläubigerbanken 2

1 Motive des Handels zwischen Gläubigerbanken 2

2 Hemmnisse für den Handel von Forderungstiteln und institutionelle Änderungen zu ihrer Beseitigung 4

II Institutionelle Änderungen zur Entlastung der Schuldnerländer ex post 8

1 Übersicht 8

2 Umschuldungen 9

3 Partieller Erlaß von Zins- und Tilgungszahlungen 11

4 Ablösung von Schulden durch den Schuldner zu Marktwerten statt zu Nennwerten 14

III Risikoteilung zwischen Gläubigern und Schuldner ex ante 18

1 Begründung einer Risikoteilung 18

2 Teilung der Zinsrisiken 20

3 Teilung der Risiken aus Exportüberschüssen 21

3.1 Liquiditätshilfen 21

3.2 Echte Risikoteilung 22

3.2.1 Anforderungen an eine echte Risikoteilung 22

3.2.2 Hedging der Gläubiger 25

4 Währungssubstitution 26

IV Zusammenfassung 28

Literaturverzeichnis 30

Seit dem offenen Ausbruch der Schuldenkrise im August 1982 sind verschiedene Wege beschritten worden, um einerseits die Einstellung der Kreditbedienung durch die Schuldnerländer und andererseits eine Insolvenz von Gläubigerbanken zu verhindern. Im großen ganzen sind diese Ziele bisher erreicht worden; allerdings sind wir von einer Lösung der Schuldenkrise nach wie vor weit entfernt. Die Schuldenlast der Entwicklungsländer ist seit 1982 weiter gewachsen, Ende 1987 betrug sie 1,2 Billionen US-$ (World Economic Outlook [1988, S.174]). Davon waren ca. 1,01 Bill. US-$ langfristige Schulden; hierunter befanden sich knapp 370 Mrd. US-$ an öffentlichen Schulden gegenüber den Gläubigerbanken.

Allerdings ist die Entwicklung von Land zu Land recht unterschiedlich verlaufen (siehe die Aufgliederung in World Economic Outlook [1988, S.175-179]). Demnach kann es auch keine einheitliche Antwort auf die länderspezifischen Probleme geben.

Ansatzpunkte für eine Verbesserung der Schuldensituation bestehen im internationalen Handel von Gütern und Dienstleistungen, in Direkt- und in Portfolioinvestitionen sowie in kreditpolitischen Maßnahmen (Hentschel [1988], Siebert [1988]). Zu den letzteren zählen Änderungen von Rechten und Pflichten aus diesen Kreditbeziehungen einerseits zwischen Schuldnern und Gläubigern und andererseits im Gläubigerkreis. Solche Änderungen können u.a. aus dem Handel von Forderungstiteln im Kreis der Gläubiger resultieren, aus Änderungen der Kreditverträge, aber auch aus Änderungen des Wirtschafts- und Steuerrechts. Im Vordergrund dieses Beitrags stehen institutionelle Gestaltungsmöglichkeiten im Bereich kreditpolitischer Maßnahmen, die das Schuldenmanagement der Gläubigerbanken erleichtern oder die Kreditfähigkeit der Schuldner verbessern. Damit wird ein breites Spektrum von Gestaltungsmöglichkeiten angesprochen.

In den letzten Jahren sind zahlreiche Gestaltungvorschläge unterbreitet worden. Eine Übersicht und Bewertung findet sich bei Bergsten/Cline/Williamson [1985]. Ihre Bewertung beruht auf der Prämisse, die Zahlungsschwierigkeiten der Schuldnerländer seien vorübergehender Natur [1985, S.23]. Diese Prämisse trifft sicherlich nicht für alle Schuldnerländer zu. Dementsprechend weichen die hier vorzustellenden Bewertungen ab.

Die Maßnahmen zur Verbesserung der Schuldensituation werden in drei Stufen untersucht. Im ersten Abschnitt werden

Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des Handels von bereits bestehenden Forderungstiteln zwischen den Gläubigerbanken untersucht, im zweiten Abschnitt geht es um Gestaltungsmöglichkeiten zur postkontraktuellen Entlastung der Schuldner, im dritten Abschnitt um die Risikoteilung zwischen Schuldnern und Gläubigern ex ante.

Der Ausdruck "institutionelle Gestaltungsmöglichkeiten" wird hier weit gefaßt. Er umfaßt Änderungen des Wirtschafts- und Steuerrechts eines Staates ebenso wie Änderungen der Rechte und Pflichten von Akteuren; letztere können durch Vertragsänderungen begründet werden, aber auch durch Änderungen im Verhalten der Akteure herbeigeführt werden.

I Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des Handels bereits bestehender Forderungstitel zwischen den Gläubigerbanken

1 Motive des Handels zwischen Gläubigerbanken

Zunächst wird der Handel von bestehenden Forderungstiteln unter den Gläubigerbanken untersucht. Bei diesen Titeln handelt es sich durchweg um längerfristige, auf westliche Hartwährung lautende Floating Rate Notes mit einem festen Zinsaufschlag (Spread) von bis zu 2 %. Begeben wurden diese Schuldtitel über Emissionskonsortien mit wechselnder Zusammensetzung, solange der Schuldner kreditfähig erschien; danach wurden im Rahmen von Umschuldungsverhandlungen möglichst alle Gläubiger gemäß ihren Forderungsquoten zur Übernahme neuer Schuldtitel herangezogen. Diese Übernahme erfolgte seitens zahlreicher Gläubiger nicht mehr freiwillig, sondern unter dem Druck der anderen Gläubiger sowie des Internationalen Währungsfonds. Sie entsprach damit nicht immer den geschäftspolitischen Zielsetzungen der einzelnen Bank. Daraus und aus der Neueinschätzung von Risiken ergab sich ein Bedarf der Banken nach Handel von Forderungstiteln. Die dahinter stehenden Motive lassen sich folgendermaßen beschreiben (siehe auch Berger [1988]):

(1) Verbesserung der Risikoallokation: Die mit Ausfallrisiken behafteten Forderungstitel wandern ceteris paribus zu den Gläubigern, die diese Risiken am geringsten einschätzen. Unterschiede zwischen den Banken in der Einschätzung der Risiken von Forderungstiteln sind eine Triebfeder des Forderungshandels; gleichzeitig kommt es jedoch auch auf die Fähigkeit der Gläubiger an, sol-

che Risiken zu tragen. Diese Fähigkeit eines Gläubigers richtet sich nach der Zusammensetzung seines sonstigen Vermögens und dem daraus resultierenden Risiko, der Korrelation dieses Risikos mit dem Ausfallrisiko des Schuldtitels sowie nach dem Potential des Gläubigers, Verluste zu tragen, ohne insolvent zu werden. Banken mit geringem Haftungskapital sollten daher entsprechend geringe Forderungsbeträge übernehmen. Eine weitreichende Risikostreuung ließe sich bei den Gläubigern durch eine LDC-Portefeuille Struktur erreichen, die jeden Gläubiger an den Krediten jedes Schuldnerlandes beteiligt.[1)] Dies schließt nicht aus, daß einzelne Gläubiger Schuldtitel zu Spekulationszwecken erwerben.

(2) Reduzierung der Transaktionskosten: Gegen die weitreichende Risikostreuung spricht das Motiv, die Transaktionskosten zu reduzieren. Die Beteiligung an Umschuldungsverhandlungen ist aufwendig. Die Konzentration einer Bank auf wenige Schuldner reduziert ihre Transaktionskosten.

(3) Steuerarbitrage: Alle Gläubigerbanken zusammen können versuchen, die international bestehenden Differenzen in der Besteuerung zu einer Steuerminimierung zu nutzen. So können Rückstellungen für Forderungsverluste (general loan loss reserves) in den USA und in Japan steuerlich nicht geltend gemacht werden, wohl aber in der Bundesrepublik Deutschland. Es liegt daher nahe, Schuldtitel zu Banken in Staaten mit besonders großzügigem Steuerrecht zu verlagern.

(4) Aufsichtsrechtliche Arbitrage: Ebenso können die Banken zusammen versuchen, international bestehende Unterschiede in der Bankaufsicht zu nutzen. So brauchen in den USA und in Japan Forderungen erst dann abgeschrieben zu werden, wenn sie über einen Mindestzeitraum nicht bedient wurden. In der Bundesrepublik Deutschland ist nach dem Imparitätsprinzip eine Abschreibung erforderlich, wenn Ausfälle zu erwarten sind.

---

1)Auf einem vollkommenen Kapitalmarkt könnten stattdessen die Gesellschafter der Gläubigerbanken privat eine ähnliche Risikostreuung realisieren, indem sie ein Portefeuille aus Anteilen aller Banken zusammmenstellen. Bei unvollkommenem Kapitalmarkt spielt jedoch die Sicherung der Solvenz einer Bank eine wichtige Rolle wegen der Konsequenzen einer Insolvenz. Banken betreiben daher selbst eine Politik der Risikostreuung. Im übrigen sind sie auch aufsichtsrechtlich hierzu gehalten.

Umgekehrt mindern "general loan loss reserves" in den USA nicht das Eigenkapital im Sinne der Eigenkapitalvorschriften, während Rückstellungen in der Bundesrepublik Deutschland dies gemäß den Grundsätzen über Liquidität und Eigenkapital tun.

Hiermit sind die wichtigsten Motive für einen Handel von Forderungstiteln zwischen den Gläubigerbanken beschrieben.

Erleichterungen des Forderungshandels begünstigen nicht nur die Gläubiger, sondern auch die Schuldner. Sie entlasten zwar den Schuldner nicht, verbessern aber seine Kreditfähigkeit auf indirekte Weise. Denn ein Gläubiger wird eher zur Kreditvergabe bereit sein, wenn es einen funktionierenden Sekundärmarkt für die Forderungstitel gibt. Damit können grundlegende Mängel an Kreditfähigkeit jedoch nicht beseitigt werden.

2 Hemmnisse für den Handel von Forderungstiteln und institutionelle Änderungen zu ihrer Beseitigung

Der Handel von Forderungstiteln wird über den Sekundärmarkt abgewickelt, dessen Schwerpunkt in New York liegt. Das Umsatzvolumen ist schwer zu schätzen. Für 1987 wird ein Volumen von nominal 15-20 Mrd. US-$ geschätzt (Fehr 1988). Vergleicht man dieses mit einem Schuldenvolumen der Entwicklungsländer gegenüber den Banken von etwa 370 Mrd. US-$, so ergibt sich eine bescheidene Umschlagshäufigkeit von 1 zu 25 bis 1 zu 18. Dies legt die Vermutung nahe, daß das Interesse der Gläubigerbanken am Handel gering und/oder die Handelshemmnisse erheblich sind. Im folgenden werden solche Hemmnisse beschrieben und mögliche institutionelle Änderungen erörtert.

(1) Enger Kreis von Nachfragern: Ein liquider Sekundärmarkt erfordert einen großen Kreis von Anbietern und Nachfragern. Zu den Nachfragern gehören gegenwärtig nur Gläubigerbanken, Erwerber von Schuldtiteln für Debt Swaps und, verdeckt, die Zentralbanken einiger Schuldnerländer. Der Kreis von Nachfragern ist somit eng.

Würde jedermann als Käufer zugelassen, so hätte dies vor allem zwei Konsequenzen:

-- Die Forderungstitel müßten in Teilschuldverschreibungen zerlegt und verbrieft werden. Dies wäre technisch relativ einfach zu bewerkstelligen.

-- Bei Zahlungsschwierigkeiten des Schuldners kommt es regelmäßig zu Umschuldungsverhandlungen. Die Kleingläubiger hieran zu betei-

ligen scheitert jedoch an den zugehörigen Transaktionskosten. Würden die Kleingläubiger nicht beteiligt, dann müßten die an der Umschuldung beteiligten Banken die Umschuldungsanteile der freigestellten Kleingläubiger übernehmen. Die Forderungen der Kleingläubiger würden folglich bedient, solange der Schuldner seine Zahlungen nicht einstellt. Erst bei Zahlungseinstellung käme es auch zu Ausfällen bei den Kleingläubigern. Trotz der Vorzugsstellung der Kleingläubiger könnte eine bessere Risikoallokation erreicht werden.

Allerdings würde die bislang als wichtig erachtete Gleichbehandlung aller Gläubiger (pari passu Klausel) aufgehoben. Umschuldungen würden erschwert statt erleichtert, da das Interesse der Banken an Umschuldungen abnimmt. Denn die von ihnen bei Umschuldungen bereitgestellten Mittel würden zum Teil den Kleingläubigern zugutekommen, diese profitieren als Trittbrettfahrer (Simonsen [1985]).

(2) Sharing Rule - Verpflichtung: Die Beteiligung an Umschuldungen ist auch beim Forderungshandel unter Gläubigerbanken ein Streitpunkt. Wie bereits ausgeführt , möchten Banken mit geringen Forderungen diese verkaufen, um die durch Teilnahme an Umschuldungsverhandlungen entstehenden Transaktionskosten zu sparen. Bei solchen Verkäufen taucht regelmäßig die Frage der Sharing Rule - Verpflichtung auf. Sharing Rule - Verpflichtung heißt, daß sich auch ein Gläubiger, der seine Forderungen verkauft hat, an zukünftigen Maßnahmen zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit des Schuldners entsprechend seiner ursprünglichen Forderungsquote zu beteiligen hat.

Obgleich sich die Sharing Rule - Verpflichtung möglicherweise aus der pari passu - Klausel herauslesen läßt, besteht ihre Eigenart darin, daß sie nirgends explizit vertraglich vereinbart ist. Vielmehr üben einige Gläubigerbanken über ihre Kooperation mit den übrigen Gläubigerbanken auf dem Geld- und Kapitalmarkt Druck auf diese aus, sich an Umschuldungen zu beteiligen. Weigert sich eine Bank, dies zu tun, so können die übrigen Gläubigerbanken ihr die Mitwirkung an anderen Geld- und Kapitalmarktgeschäften verweigern. Da zu diesen Gläubigerbanken einflußreiche Großbanken zählen, ist diese Sanktionsdrohung anscheinend wirksam.

Der Zweck der Sharing Rule-Verpflichtung besteht darin, eine Erosion des Gläubigerkreises bei zukünftigen Umschuldungen zu verhindern. Zwar tritt beim Forderungshandel an die Stelle des alten

ein neuer Gläubiger, jedoch ist dessen Bereitschaft zur Teilnahme an Umschuldungen ungewiß. Die Sharing Rule-Verpflichtung bindet daher den ursprünglichen Gläubiger.

Es existiert ein Handel von Forderungen mit der Maßgabe, daß die Verpflichtung zur Teilnahme an zukünftigen Umschuldungen auf den neuen Gläubiger übergeht und dieser Übergang von den übrigen Gläubigern genehmigt wird. Bei einem größeren Kreis von Gläubigern kann dieser Genehmigungsprozeß allerdings so zeitraubend und aufwendig werden, daß der Forderungshandel stirbt. Insbesondere die zwischen den Gläubigerbanken bestehenden Konkurrenzbeziehungen können eine Bank zur Verweigerung der Genehmigung motivieren. Allerdings können sich die Gläubigerbanken von vornherein darauf verständigen, daß der Forderungsverkauf an bestimmte Gläubiger wie z.B. andere Geschäftsbanken genehmigt wird.

Wenn seit einiger Zeit die Emission von "exit bonds" im Rahmen von Umschuldungen diskutiert wird, so sind damit von der Sharing Rule-Verpflichtung freigestellte Forderungstitel gemeint. D.h., wenn der Gläubiger diese veräußert, entfällt seine Teilnahme an zukünftigen Umschuldungen. Bietet ein Schuldner solche exit bonds ohne Zustimmung der Gläubigerbanken an, so können diese nach wie vor andere Gläubigerbanken durch entsprechende Sanktionsdrohungen zur Teilnahme an zukünftigen Umschuldungen veranlassen. Dies entfällt erst, wenn sämtliche Gläubigerbanken der Emission von exit bonds zustimmen.

Für Gläubigerbanken mit geringen Forderungsquoten erscheint der Ausstieg aus dem Gläubigerkreis wegen der Transaktionskostenersparnis sinnvoll. Für Gläubigerbanken mit höheren Forderungsquoten kommt ein Ausstieg über exit bonds kaum in Frage. Denn dann würden sich, wie bereits erörtert, die Umschuldungslasten auf die übrigen Gläubiger konzentrieren. Ihre Bereitschaft zu Umschuldungen würde wegen des Trittbrettfahrens der übrigen Gläubiger eingeschränkt.

(3) Eigenkapitalerfordernis: Ein weiteres Hemmnis für die optimale Risikoallokation resultiert aus den Eigenkapitalerfordernissen und den für Kreditinstitute geltenden Bewertungsvorschriften. In den westlichen Industriestaaten sind die Vergabe von Krediten und andere riskante Aktivgeschäfte eines Kreditinstituts durch die Höhe seines Eigenkapitals beschränkt. Solange die Zins- und Tilgungszahlungen eingehen, brauchen die US-amerikanischen Kreditinstitute ihre Forderungen nicht abzuschreiben. Verkauft ein Institut jedoch einen Teil der Forderungen zu einem unter dem

Nennwert liegenden Preis, so muß auf jeden Fall die Differenz zwischen Nennwert und Preis als Veräußerungsverlust verbucht werden. Hierdurch sinkt das Eigenkapital. Nach Ansicht zahlreicher Wirtschaftsprüfer in den USA muß außerdem der nicht verkaufte Teil der Forderungen auf diesen Preis abgeschrieben werden. Dadurch sinkt das Eigenkapital nochmals.

Hieraus folgt: Gerade solche US-Banken, die ein geringes Eigenkapital haben und daher nur geringe Risiken zu tragen in der Lage sind, müßten ausfallgefährdete Forderungen verkaufen, können es aber nicht. Denn ein Forderungsverkauf würde ihr ohnehin geringes Eigenkapital noch weiter reduzieren. Dadurch könnte das aufsichtsrechtliche Eigenkapitalerfordernis verletzt werden. Ein Aufstocken des Eigenkapitals durch eine Kapitalerhöhung wäre ein Ausweg; er ist aber kaum realisierbar, wenn die Bank nur geringe Erfolge oder gar Verluste erwirtschaftet. Daher können gerade die sog. Problembanken sich am Forderungshandel kaum beteiligen. Die optimale Risikoallokation wird behindert.

Dieses Ergebnis käme nicht zustande, wenn Problemkredite auch ohne Forderungshandel abgeschrieben werden müßten. Allerdings wären dann vermutlich einige große US-Banken insolvent geworden. Die Ermessensspielräume in den Bewertungsvorschriften einfach zu beseitigen, wäre daher voreilig[2)].

Eher wäre zur Entlastung des Eigenkapitals zu überlegen, auf die Abschreibung der nicht verkauften Forderungen auf den erzielten Veräußerungspreis zu verzichten. Denn das dem Gläubigerschutz dienende Niederstwertprinzip wird ohnehin verletzt, wenn Problemkredite nicht abgeschrieben werden müssen. Wenn schon den Banken Sonderrechte bei der Bewertung eingeräumt werden, um Insolvenzen zu verhindern und das Finanzsystem zu schützen, dann könnte die Abschreibungspflicht auch vom Forderungshandel entkoppelt werden. Allerdings sollten derartige Sonderrechte nur vorübergehend eingeräumt werden, um den Jahresab-

---

2)Man könnte argumentieren, bei informationseffizientem Kapitalmarkt spiele die Bewertung keine Rolle. Für Entscheidungen der Gesellschaft mag dies zutreffen. Jedoch knüpfen zahlreiche rechtliche Regelungen wie z.B. der Überschuldungstatbestand an den Bilanzausweis an.
Im übrigen scheinen die Banken großen Wert auf die Bilanzpolitik zu legen. So hat die Citicorp im Jahre 1987, als sie die "general loan loss reserves" (die aufsichtsrechlich zum Eigenkapital zählen) um 3 Mrd US-$ erhöhte, das Eigenkapital deutlich aufgestockt.

schluß als Informationsgrundlage möglichst wenig zu beeinträchtigen.

(4) Steuerrecht: Das Steuerrecht beschränkt den Handel von Forderungstiteln, wenn der Handel das Volumen zinsloser Steuerkredite vermindert. Dies trifft auf einige bundesdeutsche Banken zu, die ihre Forderungen gegen Schuldnerländer um weit mehr als die Hälfte steuerwirksam wertberichtigt haben. Wenn eine solche Bank eine Forderung zu einem Preis über dem Buchwert veräußert, dann ist die Differenz zu versteuern. Der zinslose Steuerkredit wird vermindert. Steuerlich gesehen ist die Veräußerung somit nachteilig. Zu diesem Resultat kann es allerdings nicht kommen, wenn der Fiskus nur Abschreibungen gemäß dem Marktpreis zuläßt und bei späterem Preisanstieg ein Wertaufholungsgebot gilt. Die Diskussion um die steuerrechtliche Bewertung von LDC-Schuldtiteln ist keineswegs abgeschlossen.

Umgekehrt kann das Steuerrecht jedoch den Handel begünstigen, indem es zur internationalen Steuerarbitrage einlädt. "General loan loss reserves" sind in den USA und in Japan steuerunwirksam. Abschreibungen auf einzelne Forderungen sind indessen steuerwirksam. Bei solchen Abschreibungen besteht jedoch die Gefahr, daß sie bekannt und als Forderungsverzicht interpretiert werden. Daher scheuen die Banken hiervor zurück. Um dennoch in den Genuß eines Steuervorteils zu kommen, haben japanische Banken im Jahr 1987 einen Teil ihrer Forderungen an eine eigens dafür gegründete gemeinsame Tochtergesellschaft auf den Cayman Islands verkauft.

Insgesamt erscheint der Spielraum für Gestaltungsmöglichkeiten zur Erleichterung des Forderungshandels eng. Das Haupthindernis folgt aus der Zielsetzung, zukünftige Umschuldungen nicht durch eine Erosion des Gläubigerkreises zu gefährden.

II Institutionelle Änderungen zur Entlastung der Schuldnerländer ex post

1 Übersicht

Immer wieder werden Entlastungen der Schuldnerländer gefordert mit dem Argument, zahlreiche Schuldner hätten keine Chance, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Außerdem wird auf die sozialen Folgen der zins- und tilgungsbedingten Kapitalabflüsse aus den Schuldnerländern verwiesen.

Während diese Argumente für einige Schuldnerländer, z.B. die unterhalb der Sahara liegenden afrikanischen, zutreffen mögen, gibt es andere, z.B. asiatische Schuldnerländer, deren wirtschaftliche Situation sich günstig entwickelt hat. Daher wird häufig zwischen vorübergehender (Illiquidität) und dauernder Zahlungsunfähigkeit (Insolvenz) unterschieden. Diese Unterscheidung hat jedoch bei souveränen Schuldnern eine andere Qualität als bei privaten, die der Sanktion einer Konkursordnung unterliegen (Cooper/Sachs [1985]). Denn der zahlungsfähige souveräne Schuldner kann gemäß heutigen völkerrechtlichen Maßstäben nicht zur Zahlung gezwungen werden. Vielmehr kommt es darauf an, ob er zahlen will (Gersowitz [1985]).[3)]

Dennoch bleibt die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz für Anpassungsmaßnahmen wichtig. Die Wiederherstellung der Kreditfähigkeit erfordert bei Insolvenz weiterreichende Maßnahmen als bei Illiquidität.

Kreditpolitische Entlastungen der Schuldnerländer können durch einseitige Maßnahmen der Gläubiger oder der Schuldner oder durch gemeinsame Maßnahmen erreicht werden. Einseitige kreditpolitische Maßnahmen der Schuldner werden hier nicht erörtert, da sie im allgemeinen eine Vertragsverletzung der Schuldner bewirken. Die Schuldner können durch folgende Maßnahmen entlastet werden:

- Umschuldungen,
- partieller Erlaß von Zins- oder Tilgungszahlungen,
- Ablösung von Schulden durch den Schuldner zu Marktwerten statt zu Nennwerten.

Diese Wege können sehr unterschiedlich ausgestaltet sein, wie im folgenden darzulegen ist.

2 Umschuldungen

Umschuldungsvereinbarungen können mit anderen Arten der Schuldnerentlastung kombiniert werden, wie das Mexiko-Umschuldungspaket von 1988 zeigt. Umschuldung selbst bedeutet lediglich eine Kreditprolongation.[4)] Sie verschafft dem Schuldner einen zusätzlichen zeitlichen Spielraum, ist also eine Liquiditätshilfe. Solange eine Umschuldung zu marktgerechten Zinssätzen erfolgt, wird der Schuldner dadurch nicht zu Lasten der Gläubiger bereichert. Bei einem

3)Einen Literaturüberblick gibt Glick [1986].
4)Im einzelnen siehe hierzu Keller/Weerasinghe [1988].

Schuldner, dessen Zahlungsfähigkeit nur durch Umschuldung aufrechterhalten werden kann, läßt sich allerdings nicht beurteilen, ob ein Zinssatz marktgerecht ist. Denn die Alternative zu einer Umschuldung ist nicht eine anderweitige Kreditvergabe, sondern die Zahlungsunfähigkeit des Schuldners.

Eine Umschuldung verbessert die Kreditfähigkeit des Schuldners, wenn er mit den dadurch verfügbaren Mitteln eine erwartete Investitionsrendite erzielt, die über dem Kreditzinssatz liegt. Wird außerdem durch die Umschuldung eine Zahlungseinstellung vermieden, so richtet sich die Vorteilhaftigkeit für den Schuldner außerdem nach den vermiedenen Default Kosten, vermindert um die durch die Zahlungseinstellung ersparten Zins- und Tilgungszahlungen.

Für die Gläubiger ist eine Umschuldung ohne "fresh money" attraktiv, wenn damit eine offizielle Zahlungseinstellung verhindert wird. Werden die Umschuldungen allerdings zu einem Automatismus, dann verzichten die Gläubiger auf Sanktionen für sie schädigendes Schuldnerverhalten. Der Schuldner wird dann dazu verleitet, sich nicht mehr um die Kreditbedienung zu bemühen.

Umschuldungen können durch Kofinanzierungen ergänzt werden. Wenn die Weltbank bereit ist, zusammen mit Geschäftsbanken einen Kredit für ein genau umrissenes Projekt des Schuldnerlandes zu geben, dann begünstigt dies die Bereitschaft der Geschäftsbanken zu einer Kreditvergabe in doppelter Hinsicht. Erstens räumt die Weltbank den Geschäftsbanken im allgemeinen ein Vorrecht bei der Kreditbedienung ein, so daß die Geschäftsbanken eine Subvention zu Lasten der Steuerzahler erhalten.[5)] Zweitens überwacht die Weltbank die Durchführung des Projektes, so daß im Vergleich zur unspezifischen Zahlungsbilanzfinanzierung die Mittelverwendung einer genaueren Kontrolle unterliegt. Damit wachsen die aus der Kreditvergabe zu erwartenden ökonomischen Erfolge.

5)Auch der Baker-Plan impliziert eine solche Lastenteilung. Ebenso entlastet ein Kredit des IWF die Gläubigerbanken. Dies erklärt, warum von seiten der Gläubigerbanken eine höhere Kreditvergabe des IWF und der Weltbank gefordert wird (Schulmann [1987]).

3 Partieller Erlaß von Zins- und Tilgungszahlungen

Der Ruf nach einem partiellen Erlaß von Zins- und Tilgungszahlungen für die hochverschuldeten Länder wird auch in der westlichen Welt immer lauter. Ein solcher Erlaß bewirkt eine Vermögensumverteilung von den Gläubigern zu den Schuldnern, denn es handelt sich um ein Geschenk der Gläubiger. In einer Marktwirtschaft gibt es prinzipiell keine Geschenke. Der Manager einer Gläubigerbank, der einem Schuldner ein solches Geschenk macht, kann von den Gesellschaftern der Bank auf Schadensersatz verklagt werden. Denn er hat die Geschäfte im Interesse der Bank zu führen. Der Forderungsverzicht liegt ausnahmsweise im Interesse der Bank, wenn der Marktwert der Ansprüche kleiner ist als die mit ihrer Verfolgung verbundenen Transaktionskosten.

Neuerdings wird die These vorgetragen, ein partieller Schuldenerlaß würde für den Schuldner so starke Anreize zur Verbesserung seiner wirtschaftlichen Entwicklung erzeugen, daß sogar die Gläubiger trotz des Schuldenerlasses einen Nettovorteil erzielen (siehe z.B. Corden [1988]). Diese These mag zutreffen bei Schuldnern, die so arm sind, daß der Marktwert ihrer Schuldtitel gegen 0 tendiert. Ein partieller Schuldenerlaß mindert dann das Vermögen der Gläubiger kaum. Für die übrigen Schuldner ist die Gültigkeit der These jedoch an recht fragwürdige Prämissen gebunden (Nunnenkamp [1989]).

Selbst wenn man Geschenke nicht von vornherein ausschließt, so stellt sich das Problem, die Höhe des Geschenks festzulegen. Hierbei ergibt sich ein Dilemma aus der Existenz zweier Kriterien, die für einen postkontraktuellen Forderungserlaß wichtig scheinen, nämlich dem Kriterium der Anreizkompatibilität und dem Kriterium der Armutskompatibilität. Anreizkompatibilität eines Forderungserlasses verlangt, daß der Erlaß ceteris paribus umso höher ausfällt, je mehr sich der Schuldner bemüht hat, die für die Kreditbedienung notwendigen Devisen zu beschaffen. Anreizkompatibilität soll damit für den Schuldner einen Anreiz schaffen, sich nach Kräften um die Kreditbedienung zu bemühen.

Armutskompatibilität verlangt demgegenüber, daß der Erlaß ceteris paribus umso höher ausfällt, je geringer die gegenwärtigen Devisenreserven und die zukünftigen Deviseneinnahmen des Schuldners sind. Die Begründung hierfür lautet, daß die negativen Allokations- und Verteilungseffekte, die von der Diskrepanz zwischen der

Höhe der Schulden und der Fähigkeit zu ihrer Bedienung ausgehen, mit dieser Diskrepanz zunehmen, also mit der Armut zunehmen. Daher lassen sich bei größerer Armut durch eine Erhöhung des Forderungserlasses größere Vorteile erzielen.

Beide Arten von Kompatibilität wären miteinander partiell vereinbar, wenn die Bemühungen des Schuldners um Kreditbedienung ohne Kosten beobachtbar wären. In Wirklichkeit ist dies jedoch nicht der Fall. Häufig wird die Höhe der erwirtschafteten Devisenreserven, also der Reichtum des Schuldners, auch als Indiz für seine Bemühungen genommen. Dann aber stehen Anreiz- und Armutskompatibilität in einem unlösbaren Widerspruch zueinander. Z.B. müßte Südkorea gemäß der Anreizkompatibilität einen hohen Forderungserlaß bekommen. Da es jedoch vergleichsweise "reich" ist, kommt ein Erlaß gemäß der Armutskompatibilität nicht in Frage.

Aus der Unlösbarkeit des Konflikts zwischen beiden Kriterien folgt, daß eine unterschiedliche Behandlung verschiedener Schuldner bei Forderungserlassen schwer zu begründen ist. Wenn einem Schuldner Forderungen erlassen werden, so werden andere Schuldner dasselbe verlangen. Für die Gläubiger ist es schwer, diesem Verlangen auszuweichen (Bergsten/Cline/Williamson [1985, S.51]).

Die vorangehenden Ausführungen verdeutlichen, weshalb Gläubigerbanken bisher keine Forderungsverzichte ausgesprochen haben. Wenn staatliche Gläubiger sich anders verhalten, so läßt sich dies mit ähnlichen Argumenten wie die Entwicklungshilfe begründen.

Gegen diese Ausführungen könnte eingewendet werden, bei finanziellen Schwierigkeiten von Unternehmen erklärten die Gläubiger nicht selten partielle Forderungserlasse. Folglich sei dies auch bei souveränen Schuldnern zu erwarten. Diese Analogie verkennt jedoch einen grundsätzlichen Unterschied. Wenn Banken einem Unternehmen Schulden erlassen, z.B. im Rahmen eines Vergleichs, dann tun sie dies nicht umsonst. Häufig erbringen die Gesellschafter gleichzeitig neue Einlagen, so daß der Vermögensverlust des Gläubigers aus dem partiellen Forderungserlaß ausgeglichen wird durch die Qualitätsverbesserung der Restforderung. Ein Forderungserlaß gegenüber einem Unternehmen beinhaltet daher kein Geschenk.

Wäre ein analoges Arrangement bei souveränen Schuldnern vorstellbar? [6] Worin könnte eine den Forderungserlaß kompensierende Gegenleistung bestehen? Betrachtet man die Bürger eines Schuldner-

6) Vergleichsmöglichkeiten bei souveränen Schuldnern erörtert Schäfer [1987].

Bibliothek
des Instituts für Weltwirtschaft

landes als "Gesellschafter", so könnten diese ihrem Staat ihre Devisenguthaben gegen lokale Währung verkaufen und damit die Devisenreserven des Staates aufstocken. Dieser Vorschlag übersieht jedoch, daß die Bürger an einer solchen Lösung im allgemeinen kein Interesse haben. Sie haben Geld ins Ausland gebracht, weil sie dort eine günstigere Konstellation von erwarteter Rendite und Risiko vorfinden.

Eine Gegenleistung könnte auch im Versprechen einer Wirtschaftsreform bestehen, die die zukünftigen Deviseneinnahmen des Schuldners verbessert. Ähnliches wird über die IWF-Konditionalität bei Umschuldungen angestrebt. Allerdings haben sich viele Reformverprechen letztlich als wenig erfolgreich erwiesen. Reformversprechen kommen daher als Gegenleistung für Forderungserlasse kaum in Frage.

Andere potentielle Gegenleistungen bestehen in Eigentumsrechten an Vermögen im Schuldnerstaat. Dann liegt allerdings kein Forderungserlaß vor, sondern ein Forderungsverkauf. Hierauf geht der nächste Abschnitt ein.

Schließlich wäre vorstellbar, daß die Gläubigerbanken für Forderungserlasse eine Entschädigung seitens der Industriestaaten erhalten. Hierzu gibt es zahlreiche Vorschläge (Nunnenkamp/Junge [1985, S.117-120]). Solche Vorschläge laufen auf eine staatliche Unterstützung für die Schuldnerländer und für die Gläubigerbanken hinaus. Insbesondere das Letztere ist bedenklich, sofern die Banken nicht im Gegenzug einen partiellen Forderungserlaß aussprechen, der im Wert die empfangene Subvention deutlich übersteigt. Denn eine antizipierte staatliche Unterstützung kann die Sorgfalt der Banken bei zukünftigen Kreditprüfungen vermindern.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß institutionelle Änderungen, die einen Forderungserlaß für die Gläubigerbanken attraktiv machen, ohne auf ordnungspolitische Bedenken zu stoßen, nur schwer vorstellbar sind. Daher ist ein solcher Erlaß nicht zu erwarten.

4 Ablösung von Schulden durch den Schuldner zu Marktwerten statt zu Nennwerten

Als eine Alternative zu Forderungserlassen wird die Möglichkeit erörtert, dem Schuldner zu gestatten, einen Teil seiner Schulden statt zum Nennwert zum tieferen Marktwert abzulösen. Würde z.B. Argentinien einen Schuldtitel zu 25% des Nennwertes auf dem Sekundärmarkt kaufen statt auf diesen Titel Zinsen und Tilgung zu zahlen, dann würden die zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen auf diesen Titel entfallen. Für den Gläubiger, der den Titel bereits auf den Marktwert abgeschrieben hat, bedeutet dieser Vorgang lediglich einen Aktivtausch. Es scheint daher, daß der Schuldner profitiert, während der Gläubiger indifferent ist. Daß diese Sichtweise nicht zutrifft, wird später gezeigt.

Für die Ablösung von Schulden zu Marktwerten gibt es verschiedene Varianten:

a) Die Gläubiger gestatten dem Schuldner, auf dem Sekundärmarkt seine Forderungstitel selbst zurückzukaufen.

b) Im Rahmen einer Umschuldung werden alte Forderungstitel gegen besser ausgestattete neue Titel zu Marktwerten getauscht. Die bessere Ausstattung kauft der Schuldner mit Devisen.

c) Im Rahmen von Debt Swaps löst der Schuldner einen Teil seiner Schulden gegen Einräumung von andersartigen Eigentumsrechten ab.

Ad a): Ein Kreditvertrag verpflichtet den Schuldner, Zins- und Tilgungszahlungen gemäß Vertrag zu leisten, also seine fälligen Verpflichtungen zum Nennwert abzulösen. Bestehen erhebliche Zweifel daran, ob der Schuldner dieser Verpflichtung nachkommen wird, dann liegt der Marktwert der Schulden deutlich unter ihrem Nennwert. Für den Schuldner ist es daher erheblich attraktiver, Schulden zum Marktwert statt zum Nennwert abzulösen.

Ein Gläubiger hat, vordergründig gesehen, keinen Schaden, wenn er einen Forderungstitel zum Marktwert verkauft und dieser mit seiner Wertvorstellung übereinstimmt. Wenn die Gläubiger dem Schuldner, dessen Devisenreserven ohnehin für die Kreditbedienung nicht ausreichen, jedoch die Wahl einräumen, die Schulden zum Nennwert oder zum Marktwert abzulösen, dann wird er die Devisenreserven für die Ablösung zum Marktwert einsetzen und damit die reguläre Kreditbedienung im selben Zeitpunkt weiter reduzieren. Dies führt zu einer weiteren Erosion des Marktwertes. M.a.W., wenn die

Gläubiger in Änderung ihrer Politik dem Schuldner die Ablösung von Schulden zum Marktwert erlauben, kommt es zu einem Verfall des Marktwertes und damit zu einer Bereicherung des Schuldners zu Lasten der Gläubiger. Die Bereicherung des Schuldners resultiert daraus, daß er in einigen zukünftigen Zuständen infolge des impliziten Forderungsverzichts weniger an die Gläubiger zahlen muß. Ein Rückkauf zum Marktwert statt zum höheren Nennwert impliziert nämlich einen Forderungsverzicht etwa in Höhe der Differenz. Die Gläubiger werden daher dem Rückkauf zu Marktwerten nicht ohne weitere Gegenleistung zustimmen.[7)]

Je mehr Titel der Schuldner zum Marktwert zurückkaufen kann, umso größer ist seine Bereicherung. Selbst wenn die Gläubiger einem begrenzten Rückkauf zustimmen wollten, stünden sie vor demselben Dilemma wie bei der postkontraktuellen Festlegung eines partiellen Forderungserlasses.

Erschwerend kommt ein Trittbrettfahrerproblem hinzu. Wenn ein einzelner Gläubiger dem Schuldner seine Titel zum Marktwert verkauft, verliert dieser Gläubiger kein Vermögen, wohl aber die anderen Gläubiger. Daher wird die pari passu-Klausel streng beachtet. Hiernach darf der verkaufende Gläubiger den Verkaufserlös nur entsprechend seiner Forderungsquote behalten und muß den Rest an die übrigen Gläubiger abführen.

Ad b): Neben dem offenen Rückkauf von Forderungen zum Marktwert gibt es zahlreiche Varianten des verdeckten Rückkaufs. Ein Beispiel bietet die Mexiko-Umschuldung vom Frühjahr 1988 (Ebenroth/ Cremer [1988]). Unter anderem beinhaltete diese Umschuldung ein Angebot Mexikos, alte Forderungstitel gegen neue zu tauschen. Das Besondere an den neuen Forderungstiteln ist: Erstens sichert Mexiko die Tilgungszahlung durch einen Kauf von US-$-Zero-Bonds, deren Schuldner das US-Schatzamt ist. Zweitens liegt der Zinssatz der neuen Forderungstitel über dem der alten. Drittens sollen die neuen Titel von der Sharing-Rule-Verpflichtung befreit sein.

Die neuen Forderungstitel konnten in einem Auktionsverfahren gegen die alten getauscht werden, wobei Mexiko jedoch einen Mindestumtauschkurs festsetzte, der in etwa der Marktwertrelation entsprach. Das Auktionsergebnis war enttäuschend. Es wurden alte

7)Die einzige Ausnahme ist bislang Bolivien. Dies ist eventuell damit zu erklären, daß die Schulden Boliviens gegenüber Banken mit 0,43 Mrd US-$ (Ende 1987) gering waren.

Titel mit einem Nennwert von ca. 3,5 Mrd US-$ gegen neue mit einem Nennwert von ca. 2,5 Mrd US-$ getauscht.

Eine Analyse des mexikanischen Umtauschangebots zeigt: Die Sicherung der Tilgungszahlung durch Kauf und Verpfändung von US-$-Zero-Bonds ist äquivalent einem sofortigen Rückkauf des Tilgungsanspruchs zum Marktwert eines risikofreien Zero-Bonds. Da dieser Marktwert über dem Marktwert eines ungesicherten Tilgungsanspruchs gegenüber Mexiko liegt, sind die Gläubiger bereit, einen dementsprechend geringeren Nennwert der neuen Forderungstitel zu akzeptieren. Anders formuliert: Mit dem Erwerb von Zero-Bonds haben die Mexikaner eine Transaktion vollzogen, die in ihrer Wirkung einem partiellen Rückkauf von alten Forderungstiteln zum Marktwert gleicht.

Wenn der Zinssatz der neuen Forderungstitel über dem der alten liegt, dann reduziert ein Tausch der Titel zu Marktwerten ebenfalls den Nennwert der neuen gegenüber den alten Titeln. Interessanterweise läuft dies auf eine "umgekehrte Umschuldung" hinaus, denn ein späterer Tilgungsanspruch wird gegen frühere Zinsansprüche getauscht. Inwieweit die Befreiung der neuen Titel von der Sharing Rule-Verpflichtung tatsächlich wirksam sein wird, läßt sich noch nicht erkennen.

Die Vereinbarung zwischen Mexiko und seinen Gläubigern kann also im wesentlichen interpretiert werden als Vereinbarung eines partiellen Rückkaufs von Forderungstiteln zum Marktwert, wobei das Volumen dieses Rückkaufs erst mit dem Ergebnis der Auktion feststeht. Der Schaden der an der Auktion nicht teilnehmenden Gläubiger läßt sich erst nach Bekanntgabe des Rückkaufvolumens abschätzen. Wegen dieses Schadens erzeugt ein solches Auktionsverfahren einen Anreiz zur Teilnahme an der Auktion.

Ad c): Eine dritte Variante zur Ablösung von Schulden zu Marktwerten bieten Debt Swaps zwischen den Gläubigern und dem Schuldner. Hierbei wird ein Schuldtitel an den Schuldner im Tausch gegen andersartige Eigentumsrechte zurückgegeben. Am bekanntesten sind Debt Equity Swaps geworden, bei denen der Gläubiger oder ein Dritter Beteiligungstitel an einem Unternehmen im Schuldnerland erwirbt (Lerbinger [1987]). Möglich sind, je nach Schuldner, auch der Erwerb von Forderungstiteln in lokaler Währung, oder, beim Debt Commodity Swap, der Erwerb von Gütern, die im Schuldnerland hergestellt werden.

Ob und wenn ja, inwieweit der Erwerb von Beteiligungstiteln über einen Debt Equity Swap für den Investor günstiger ist als über die konventionelle Bezahlung mit Devisen, hängt insbesondere davon ab, wie das Schuldnerland die Konditionen von Debt Equity Swaps gestaltet (Franke [1988a]). Ein Schuldnerland wird im allgemeinen nicht bereit sein, dem Investor bei Debt Equity Swaps erhebliche Vorteile einzuräumen. Wenn der Investor also die Schuldtitel mit einem Abschlag vom Nennwert im Sekundärmarkt erwirbt, dann wird das Schuldnerland versuchen, über die Konditionen des Debt Equity Swaps einen erheblichen Teil des Abschlags selbst zu vereinnahmen. Daher beinhaltet der Debt Equity Swap einen Rückkauf von Schulden zu einem Preis in der Nähe des Marktwerts.

Zwischen dem Rückkauf gegen Bezahlung mit Devisen und dem Rückkauf im Rahmen eines Debt Equity Swaps besteht indessen ein wichtiger Unterschied. Ein Debt Equity Swap erfordert keine Devisen des Schuldners, im Gegensatz zum unter a) beschriebenen Rückkauf zu Marktwerten. Der Debt Equity Swap beansprucht also keine Devisen, die sonst für die reguläre Schuldenbedienung eingesetzt werden könnten. Mittel- bis langfristig werden die Devisenreserven des Schuldnerlandes nicht belastet, sofern die mit dem Debt Equity Swap finanzierten Investitionen per Saldo zu einem Devisenzufluß führen. Unter diesen Voraussetzungen führt der Rückkauf zum Marktwert über einen Debt Equity Swap nicht zu einer Erosion des Marktwertes der übrigen Schuldtitel, die den Schuldner bereichert. Die Gläubiger können ihm daher zustimmen.

Dieses positive Urteil weicht allerdings einem negativen, wenn die Behauptung zutrifft, Debt Equity Swaps änderten das Volumen an Portfolio- und Direktinvestitionen nicht, sondern nur deren Finanzierung. Dann läuft ein Debt Equity Swap auf dasselbe hinaus wie eine konventionelle Finanzierung der Investition mit Devisen und anschließendem Rückkauf von Schulden zum Marktwert mit den so erwirtschafteten Devisen. Die unter a) genannten Effekte treffen dann auch für Debt Equity Swaps zu.

Das Fazit aus diesen Überlegungen lautet: Umschuldungen können dem Schuldner infolge der damit bewirkten Kreditprolongation zeitlichen Spielraum verschaffen, ihn jedoch nicht wirksam von Schuldenlasten befreien. Forderungserlasse von Gläubigerbanken können nicht erwartet werden. Rückkäufe von Forderungen zu Marktwerten bringen eine wirksame Entlastung des Schuldners, können von den

Gläubigern jedoch nur dann unbedenklich akzeptiert werden, wenn sie den Schuldner nicht zu Lasten der Gläubiger bereichern.

III Risikoteilung zwischen Gläubigern und Schuldner ex ante

1 Begründung einer Risikoteilung

Die bisherige Erörterung beschränkte sich auf postkontraktuelle Maßnahmen von Gläubigern und Schuldnern. Diese Maßnahmen sollen Gläubigern und/oder Schuldnern helfen, nach Vertragsabschluß aufgetretene Probleme der Kreditbedienung nachträglich zu mildern. Dabei zeigt sich, daß wirksame Entlastungen des Schuldners auf erhebliche Hindernisse bei den Gläubigern stoßen. Neben einer Liquiditätshilfe durch Umschuldungen kommen vor allem Debt Equity Swaps in Frage, die die Devisenreserven des Schuldners nicht belasten. Die bisherigen Erfahrungen mit solchen Swaps zeigen jedoch, daß das Volumen dieser Swaps in Relation zu den Schulden bescheiden ist (Berger [1988]). Eine Ausnahme ist Chile, das Debt Equity Swaps großzügig handhabt.

Die im vergangenen Jahrhundert häufig zu beobachtende Reaktion der Schuldner auf Schuldenkrisen, nämlich die offizielle Beendigung der Kreditbedienung und damit eine massive Vertragsverletzung, ist in den achtziger Jahren dieses Jahrhunderts bisher nicht zu beobachten gewesen.[8)] Die Erklärung dürfte darin zu suchen sein, daß die internationale Verflechtung von Schuldnerländern im vergangenen Jahrhundert volkswirtschaftlich erheblich weniger bedeutsam war als gegenwärtig. Die mit einer offiziellen Beendigung der Kreditbedienung verbundenen volkswirtschaftlichen Kosten (Default Kosten) dürften daher heute ein größeres Gewicht haben. Eine offizielle Einstellung der Kreditbedienung ist für die Schuldnerländer heute entsprechend teurer. Insgesamt zeigt sich damit, daß die Beseitigung einer Insolvenz ex post schwierig ist.

Von einer länger andauernden Schuldenkrise gehen negative Allokations- und Verteilungseffekte aus. Das Management einer solchen Krise durch Schuldner, Gläubiger und supranationale Institutionen erzeugt Transaktionskosten. Gewichtiger dürften jedoch die primär

8)Peru hat die Mittel zur Kreditbedienung auf 10% seiner Exporteinnahmen begrenzt. Die international tätigen Banken reagierten darauf mit einer weitgehenden Streichung der Handelskredite für Peru. Peru geriet ins wirtschaftliche Abseits. Inzwischen ist zu hören, daß Peru wieder Kontakt zum IWF und zu den international tätigen Banken sucht.

im Schuldnerland entstehenden Allokations- und Verteilungseffekte sein. Wenn der Schuldner nicht mehr kreditfähig ist, müssen die Importe gedrosselt werden. Davon sind häufig auch profitable Investitionen betroffen, so daß es zu Wachstumsverlusten kommt. Auch verlieren Direktinvestitionen in einem nicht kreditfähigen Schuldnerland an Attraktivität, weil der Gewinntransfer aus einem solchen Land in das Stammland des Investors im allgemeinen engen Beschränkungen unterliegt. Ein Verlust von Direktinvestitionen beschneidet einerseits den Technologietransfer in das Schuldnerland und erschwert andererseits den Export, weil die Vermarktungskapazität des Direktinvestors nicht genützt werden kann. Damit wird deutlich, daß eine Schuldenkrise Wohlfahrtsverluste erzeugt. Diese treffen primär den Schuldner, aber auch andere.

Bedenkt man diese Wohlfahrtsverluste und die dargelegten Schwierigkeiten, eine Schuldenkrise nachträglich zu bereinigen, dann wird deutlich, daß nach Möglichkeit Schuldenkrisen ex ante durch entsprechende institutionelle Arrangements vermieden werden sollten. Daher werden im Rest dieses Beitrags diesbezügliche kreditpolitische Arrangements angesprochen. Hier kommen drei Wege in Betracht:

(1) Reduzierung des Kreditvolumens ex ante,
(2) partielle Substitution von Krediten durch staatliche Entwicklungshilfe,
(3) Kreditverträge, die ex ante Risiken vom Schuldner partiell auf die Gläubiger verlagern.

Eine Reduzierung des Kreditvolumens ex ante bedarf keiner eingehenden Erörterung. Eine partielle Substitution von Krediten durch staatliche Entwicklungshilfe wirft politische Fragen auf, die hier nicht zu diskutieren sind. Daher wird im folgenden nur die Risikoteilung zwischen Schuldnern und Gläubigern erörtert.

Eine Risikoteilung zwischen Gläubigern und Schuldner kann an die stochastischen Ausgabeverpflichtungen des Schuldners anknüpfen, z.B. die Zinsverpflichtungen bei variabel verzinslichen Krediten. Sie kann auch an die stochastischen Einnahmen des Schuldners aus Exportüberschüssen anknüpfen. Umgesetzt werden kann die Risikoteilung, indem die Gläubiger an den stochastischen Komponenten des schuldnerischen Devisenstroms partizipieren oder indem die Verpflichtungen des Schuldners gegenüber den Gläubigern statt in

Fremdwährung in der Währung des Schuldners fixiert werden. Im folgenden werden diese Möglichkeiten erörtert.

2 Teilung der Zinsrisiken

Mit der Änderung der US-amerikanischen Geldpolitik im Jahr 1979 stieg der kurzfristige $-Zinssatz erheblich an. Da die Schuldnerländer der Dritten Welt ihre Schulden weitaus überwiegend in variabel verzinslicher Form aufgenommen hatten, stieg ihre Zinslast dementsprechend an. Dies hat zur Verschärfung der Schuldenkrise beigetragen.

Auch heute noch sind die Schulden der Schuldnerländer zum größten Teil variabel verzinslich. Daher ist häufig vorgeschlagen worden, das Zinsanstiegsrisiko den Schuldnern zum Teil abzunehmen.[9] Die einfachste Vorgehensweise besteht in der Vereinbarung fest verzinslicher Schulden. Da im langfristigen Durchschnitt der Festzinssatz jedoch spürbar über dem variablen Zinssatz liegt, scheuen die Schuldner vor Festzinssätzen zurück.

Alternativ können variable Zinssätze mit Höchstgrenzen vereinbart werden. Dies entspricht der Kombination von variablem Zinssatz und dem Erwerb einer Zinsoption durch den Schuldner, bei der der Basiskurs der Höchstgrenze gleicht. Ein liquider Markt für langfristige Zinsoptionen existiert bislang nicht. Daher können die Gläubiger die aus Höchstgrenzen variabler Zinssätze resultierenden Risiken nur mit Einschränkungen hedgen. Die Gläubigerbanken werden daher einer Vereinbarung von variablen Zinssätzen mit Höchstgrenzen nur für einen Teil der Kredite zustimmen.

Denkbar wäre eine Lösung, bei der eine supranationale Institution wie der IWF als Verkäufer dieser Zinsoptionen auftritt und damit das Zinsrisiko übernimmt. Letztlich bedeutet eine solche Vorgehensweise, daß primär die Steuerzahler der westlichen Industriestaaten das Zinsrisiko übernehmen. Wenn die Schuldner für die Zinsoptionen marktgerechte Preise zahlen, scheint eine solche Lösung vertretbar.

---

9)Viele dieser Vorschläge (siehe Bergsten/Cline/Williamson [1985, S.133-154]) zielen jedoch nicht auf eine echte Risikoteilung, sondern nur auf eine gleichmäßigere Zinsbelastung im Zeitablauf, die durch Hinausschieben von Zinszahlungen erreicht wird.

3 Teilung der Risiken aus Exportüberschüssen

Zur Kreditbedienung stehen den Schuldnern die aus Exportüberschüssen erzielten Devisen zur Verfügung. Diese Exportüberschüsse unterliegen erheblichen Risiken. Einerseits sind die Exportpreise, insbesondere die Rohstoffpreise, starken Schwankungen unterworfen, andererseits sind auch die Risiken der Exportmengen beachtlich. Die Exportmengen hängen unter anderem von der Entwicklung der Weltkonjunktur ab, aber auch von der internationalen Wettbewerbsstärke der Industrie eines Schuldnerlandes, die wenigstens teilweise von seiner Wirtschaftspolitik bestimmt wird. Auf der Importseite sind zumindest die Importmengen stärker durch das Schuldnerland beeinflußbar.

Da die Exportüberschüsse im wesentlichen die Fähigkeit eines Landes zur Kreditbedienung bestimmen, liegt es nahe, die Risiken aus Exportüberschüssen zu teilen.

3.1 Liquiditätshilfen

In den vergangenen Jahren sind im Rahmen von Umschuldungen einigen Schuldnerländern, u.a. Mexiko, Kreditfazilitäten vom IWF eingeräumt worden, deren Inanspruchnahme an die Exportüberschüsse gebunden ist. Wenn diese unter ein vereinbartes Niveau fallen, wird dem Schuldnerland automatisch eine Kreditlinie eingeräumt, die sich nach der Differenz zwischen dem vereinbarten Niveau und den erzielten Exportüberschüssen richtet. Anknüpfungspunkt einer solchen Kreditfazilität können auch die Exporteinnahmen sein. Mit einer solchen Fazilität soll die Zahlungsfähigkeit des Schuldners bei ungünstiger Exportentwicklung gestützt werden.

Solche Kreditfazilitäten mögen fragwürdig erscheinen, da sie den Anreiz für den Schuldner, Devisen zu erwirtschaften, mindern können. Allerdings ist zu bedenken, daß es hier nur um einen zusätzlichen Kredit geht, der verzinst und getilgt werden muß. Die Anreizeffekte sind daher vergleichsweise gering. Diese Fazilitäten erscheinen sinnvoll, wenn gleichzeitig eine Wirtschaftspolitik des Schuldnerlandes zur Förderung seiner Deviseneinnahmen gesichert wird.

3.2 Echte Risikoteilung

Zu einer echten Risikoteilung kommt es erst dann, wenn Einbußen bei den Deviseneinnahmen nicht nur vom Schuldner selbst getragen werden müssen. Die diesbezüglichen Vorschläge knüpfen den Anspruch der Gläubiger an die Exporteinnahmen des Schuldners (Bergsten/Cline/Williamson [1985, Ch.6]). Am bekanntesten wurde der Vorschlag von Bailey [1983], den Gläubigern sog. "exchange participation notes" anstelle der Forderungstitel auszuhändigen. Diese Notes räumen den Gläubigern einen Anspruch in Höhe eines vereinbarten Anteils der Exporteinnahmen des Schuldners ein. Der Vorschlag von Bailey wurde nicht realisiert. Ein Grund hierfür dürfte sein, daß "exchange participation notes" bei einem bereits insolventen Schuldner wenig attraktiv sind. Denn solche Notes sind nichts wert, wenn der Schuldner keine Devisenreserven besitzt und keine Exportüberschüsse erwirtschaftet. Eine glaubwürdige Risikoteilung muß während der Solvenz des Schuldners vereinbart werden, um den Eintritt der Insolvenz zu verhindern. Im folgenden wird daher ein solventer Schuldner unterstellt. Auch dann bedarf es einer sorgfältigen Ausgestaltung der Risikoteilung, wenn sie für Schuldner und Gläubiger attraktiv sein soll. Zunächst werden Anforderungen an eine solche Ausgestaltung erörtert.

3.2.1 Anforderungen an eine echte Risikoteilung

a) Sicherung der Zahlungsfähigkeit und der Zahlungswilligkeit

Die Beziehung zwischen Gläubigern und Schuldnern kann als Prinzipal-Agent-Beziehung aufgefaßt werden. Folgt man diesem Modell, dann ist dem Agenten bei unbeobachtbarer Leistung ein stochastischer Anteil am Erfolg einzuräumen, um den Agenten zur Leistung zu motivieren und um das Erfolgsrisiko optimal zu verteilen. Auf den Kreditvertrag übertragen bedeutet dies, daß der Schuldner als Agent einen stochastischen Anteil der von ihm erwirtschafteten Deviseneinnahmen erhält und die Gläubiger den Rest.

Nun steht bei der Gestaltung von Kreditverträgen weniger die Risikoallokation im Vordergrund; vielmehr geht es darum, Schuldenkrisen ex ante durch Sicherung der Zahlungswilligkeit und der Zahlungsfähigkeit des Schuldners vorzubeugen. Daher ist zunächst der

Zusammenhang zwischen den Deviseneinnahmen des Schuldners und seiner Zahlungsfähigkeit sowie -willigkeit zu klären.

Der Zusammenhang mit der Zahlungsfähigkeit ist klar. Je mehr Devisen der Schuldner erwirtschaftet, desto besser ist seine Zahlungsfähigkeit. Von daher ist im Kreditvertrag ein Anstieg der Verpflichtungen des Schuldners bei wachsenden Exportüberschüssen vorzusehen.

Der Schuldner ist zahlungswillig, solange die Kosten der dauerhaften Zahlungseinstellung höher sind als die Schulden. Damit stellt sich die Frage, wovon die Kosten der dauerhaften Zahlungseinstellung abhängen. Diese Kosten sind zu einem erheblichen Teil Kosten aus der Einschränkung des internationalen Handels des Schuldners und aus einer Erhöhung der Transaktionskosten, die bei einer Streichung der Handelskredite entsteht (Bosch [1985], Krugman [1985]). Daher ist zu vermuten, daß diese Kosten mit dem Volumen der Exporte zuzüglich dem der Importe des Schuldnerlandes wachsen. Unterstellt man eine hohe positive Korrelation zwischen Exporten und Importen, also eine Tendenz zu ihrem Ausgleich, dann steigen die Kosten der Zahlungseinstellung mit den Exporteinnahmen. Im Interesse der Sicherung der Zahlungswilligkeit des Schuldners wäre also seine Kreditverpflichtung an die Höhe seiner Exporteinnahmen zu koppeln.

b) Beobachtbarkeit der Bemessungsgrundlage

Eine stochastische Bemessungsgrundlage für Kreditverpflichtungen ist nur geeignet, wenn sie später leicht meßbar ist und außerdem von Schuldner und Gläubigern nicht manipuliert werden kann. Diese beiden Voraussetzungen erfüllen die Exporteinnahmen ebenso wie die Exportüberschüsse des Schuldners nur teilweise. Zwar führt jeder Staat eine Export-Import-Statistik. Jedoch ist das Vertrauen in die Statistiken mancher Länder gering. Z.B. mag es sein, daß Waffen- oder Rauschgiftexporte aus der Statistik herausgenommen werden. Oder Unternehmen des Landes exportieren die Güter zunächst mit erheblichen Preisabschlägen an Tochtergesellschaften in Steueroasen, von wo aus sie zu erheblich höheren Preisen weiterverkauft werden. Oder die Exportzahlen werden durch Underinvoicing heruntermanipuliert. Bei den Exporteinnahmen und den Exportüberschüssen besteht somit ein erheblicher Manipulationsspielraum.

Bei Schuldnerländern, deren Exporte zu einem erheblichen Teil aus Rohstoffen und anderen standardisierten Massenprodukten bestehen[10], kommt als alternative Bemessungsgrundlage ein Index der relevanten Exportpreise in Frage. Voraussetzung ist, daß diese Preise an Warenbörsen notiert werden und somit leicht beobachtbar sind.

Rohstoffpreise sind zwar ebenfalls in einem gewissen Umfang manipulierbar. Jedoch ist der Schuldner wie der Gläubiger an hohen Preisen interessiert, wenn jeder einen Teil der Preiserhöhung selbst vereinnahmt. Manipulationen zwecks Preiserhöhung stützen daher eine vertragsgemäße Kreditbedienung.

Der Nachteil einer reinen Preis-Bemessungsgrundlage ist, daß sie die Zahlungsfähigkeit und -willigkeit nicht so gut sichert. Denn die Korrelation zwischen einem Exportpreisindex und den Exportüberschüssen (→ Zahlungsfähigkeit) bzw. den Exporteinnahmen (→ Zahlungswilligkeit) ist geringer.

Bei Preisen als Bemessungsgrundlage fallen die Exportmengen aus der Bemessungsgrundlage heraus. Eine durch Bemühungen des Schuldners erzielte Mengensteigerung kommt daher bei gegebenen Preisen ihm allein zugute. Negative Anreizeffekte der Risikoteilung werden insoweit eingeschränkt.

Wenn Exportpreise allein die Bemessungsgrundlage der Risikoteilung bilden, ist darauf zu achten, daß der Schuldner von einer Preissteigerung spürbar profitiert. Ansonsten kann ein hoher Preis den Schuldner zumindest bei Rohstoffen dazu veranlassen, deren Export vorerst einzustellen, um später unter anderen Bedingungen selbst den gesamten Preis zu vereinnahmen.

c) Hedgebarkeit des Risikos

Bei der dünnen Eigenkapitaldecke vieler Banken ist es zweifelhaft, ob die Banken die aus einer echten Risikoteilung entstehenden Risiken tragen können, ohne ihre eigene Solvenz zu gefährden. Selbst wenn sie es können, bleibt offen, ob sie dazu bereit sind. Auch ist zu erwarten, daß Kredite mit solchen Risiken von den Bankaufsichtsbehörden mit erhöhten Eigenkapitalerfordernissen belegt werden. Wenn eine Risikoteilung bei den Gläubigerbanken auf

10)Etwa 2/3 der Schulden der Entwicklungsländer entfallen auf Länder deren Exporte überwiegend aus Rohstoffen oder Agrarprodukten bestehen (World Economic Outlook [1988, S.175f]).

Akzeptanz stoßen soll, dann sind die Voraussetzungen hierfür auf jeden Fall erheblich günstiger, wenn die Gläubigerbanken die daraus entstehenden Risiken hedgen können.

Dieses Erfordernis läßt sich nicht erfüllen, wenn die Exporteinnahmen des Schuldners Bemessungsgrundlage der Risikoteilung sind, wohl aber, wenn Preise von Rohstoffen zugrundeliegen und es für diese Rohstoffe Märkte gibt, auf denen Futures und/oder Optionen auf diese Rohstoffe gehandelt werden.

3.2.2 Hedging der Gläubiger

Im folgenden soll das Hedging der Gläubiger erläutert werden. Z.B. beruhen die Exporteinnahmen Mexikos, Venezuelas und Nigerias zu einem erheblichen Teil auf Rohölexporten. Futures auf Rohöl existieren schon seit längerem, in jüngerer Zeit werden auch Optionen auf Rohöl gehandelt. Wenn nun ein Kreditanspruch gegen Mexiko als lineare Funktion des Ölpreises im Zahlungszeitpunkt vereinbart wird, dann kann der Gläubiger das daraus resultierende Risiko durch Verkauf von Öl-Futures auf denselben Zeitpunkt hedgen.

Nun werden für viele Rohstoffe lediglich Futures-Kontrakte bis zu zwölf Monaten gehandelt, während die Kreditverträge langfristiger Natur sind. Z.B. wird der Kreditanspruch nach 5 Jahren fällig, während ein liquider Markt nur für 6 Monats-Futures existiert. Dann kann der Gläubiger sequentiell Futures-Kontrakte verkaufen. D.h., er verkauft heute einen 6 Monats-Kontrakt, nach 6 Monaten einen zweiten, nach 12 Monaten einen dritten usw. Es läßt sich zeigen, daß der Gläubiger dann das Ölpreisrisiko ausschließt, jedoch ein Zinsrisiko übernimmt. Dieses kann er indessen mit den heute verfügbaren Finanzinstrumenten ebenfalls hedgen. Solche Hedgingvorgänge verursachen allerdings Transaktionskosten.

Ein partielles Hedging kann der Gläubiger durch sequentiellen Kauf von Verkaufsoptionen auf Öl erreichen. Wenn er sich gegen niedrige Einzahlungen aus dem Kreditvertrag, die mit einem niedrigen Ölpreis verbunden sind, absichern will, so kann er dazu Verkaufsoptionen auf Öl erwerben. Bei einem hohen Ölpreis profitiert der Gläubiger von entsprechend höheren Einzahlungen aus dem Kreditvertrag.

Die Schwierigkeit eines sequentiellen Hedgings mit Optionen besteht darin, daß zum Zeitpunkt der Kreditvergabe lediglich der

Preis der dann zu kaufenden Option bekannt ist, nicht aber die Preise der später zu kaufenden. Dieses Preisrisiko resultiert vor allem aus Änderungen der Volatilität des Ölpreises. Dieses Volatilitätsrisiko kann gegenwärtig nicht gehedgt werden.

Für die Gläubigerbanken dürfte daher ein Hedging mit Futures attraktiver sein. Jedoch kann jeder Gläubiger zu jedem Zeitpunkt selbst entscheiden, ob er in dieser oder jener Weise hedgen möchte.

Inwieweit diese Risikoteilung funktioniert, hängt insbesondere auch von der Liquidität der Futures- und Optionsmärkte ab.[11] Diese Märkte sind in den vergangenen Jahren gewachsen. Dennoch können auf diesen Märkten kurzfristig sicherlich nicht Volumina von z.B. 50 Mrd. US-$ gehedgt werden, ohne daß es zu Marktstörungen käme.

Trotzdem scheint die echte Risikoteilung über exportpreisabhängige Kreditansprüche eine erfolgversprechende Vorgehensweise, um Zahlungsschwierigkeiten des Schuldners von vornherein zu begegnen.

4 Währungssubstitution

Eine andere Art von Risikoteilung betrifft die Währungssubstitution. Die Schulden der Entwicklungsländer sind zum weitaus größten Teil in einer westlichen Hartwährung denominiert, vor allem in US-$. Zwei Arten von Währungssubstitution werden diskutiert und auch praktiziert, die Substitution von einer Hartwährung durch eine andere sowie die Substitution durch die Schuldnerwährung. Die Substitution durch eine andere Hartwährung ermöglicht den Gläubigerbanken außerhalb der USA, in ihrer Heimatwährung Kredit zu geben. Dies erleichtert ihr Währungsmanagement.

Für den Schuldner ist eine solche Substitution vorteilhaft, wenn sie sein Wechselkursrisiko vermindert. Dies ist der Fall, wenn die Währungsstruktur seiner Kredite der seiner Exportüberschüsse angepaßt wird. Allerdings sollte eine Substitution nur einvernehmlich möglich sein, um einseitige Währungsspekulationen auszuschließen.

---

11) Eine von der PEMEX 1977 begebene ölgebundene Anleihe, also eine Anleihe, bei der die Höhe der Zins- und Tilgungszahlungen an den Ölpreis gekoppelt war, fand keine gute Aufnahme. Vielleicht erschien den Gläubigern damals das Hedging des Risikos zu schwierig.

Das Prinzip, Kredite an souveräne Schuldner in einer Hartwährung zu denominieren, beruht auf der Sorge, daß bei Denominierung in der Schuldnerwährung der Schuldner den Anspruch der Gläubiger durch Inflationierung oder Abwertung der Währung entwerten könnte. In jüngerer Zeit wird zunehmend darüber nachgedacht, ob dennoch eine Substitution der Hartwährung durch die Schuldnerwährung vorteilhaft sein könnte. Im Rahmen einzelner Debt-Swap Programme wird von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, Forderungen aus Hartwährung auf Schuldnerwährung umzustellen. Dabei kann es sich um indexierte oder nicht-indexierte Forderungen in Schuldnerwährung handeln. "Indexiert" heißt Kopplung der Gläubigeransprüche an einen Preisindex zur Gewährleistung einer bestimmten Realverzinsung.

Für den Schuldner kann eine solche Währungssubstitution attraktiv sein, weil er die Bezahlung von Schulden in eigener Währung über die Notenpresse sichern kann. Er kann daher eine Zahlungseinstellung an die Hartwährungsgläubiger und die zugehörigen Kosten vermeiden. Dies gilt auch, wenn es sich um indexierte Anleihen handelt. Der Schuldner ist also nicht an neue Kredite ausländischer Gläubiger gebunden, eine Disziplinierung von außen entfällt. Aber die damit entstehenden Inflationsrisiken können die wirtschaftliche Entwicklung des Schuldnerlandes beeinträchtigen.

Für den Gläubiger hängt die Attraktivität der Währungssubstitution von der geplanten Verwendung der ihm später zufließenden Mittel ab. Möchte er sie verwenden, um Eigentumsrechte im Schuldnerland zu erwerben, dann kann eine Währungssubstitution mit indexierter Anlage sein Risiko senken. In diesem Zusammenhang sind die Bestrebungen insbesondere der International Finance Corporation zu nennen, über Investmentfonds Portfolioinvestitionen in Entwicklungsländern zu fördern. Ist der Schuldner indessen nur an Hartwährung interessiert, dann lädt ihm die Währungssubstitution ein Wechselkursrisiko auf. Dieses Risiko ist mangels entsprechender Märkte nur schwer zu hedgen. Wenn ein Gläubiger jedoch ein international gestreutes Portefeuille solcher indexierter Anlagen besitzt, dann ist das aus einer Währung resultierende Wechselkursrisiko weitgehend unsystematisch. Eine geringe Risikoprämie kann den Schuldner dann für dieses Risiko entschädigen (Franke [1988b]).

Die Wirkungen einer Währungssubstitution auf die Kreditfähigkeit lassen sich nur vermuten. Auf der einen Seite benötigt der Schuldner weniger Hartwährung für die Bedienung seiner Auslandsschulden. Daher kann der Schuldner zusätzliche Hartwährungskredite

bedienen. Auf der anderen Seite spielt für die Kreditfähigkeit des Schuldners auch seine Verschuldung in eigener Währung eine Rolle. Währungsreformen und andere Maßnahmen des Schuldenabbaus drohen bei hoher Verschuldung in eigener Währung. Auch wenn eine partielle Währungssubstitution per Saldo vorteilhaft ist, so können doch Schuldenkrisen nicht einfach durch Währungssubstitution beseitigt werden.

IV Zusammenfassung

Die vorangehenden Ausführungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

(1) Umschuldungen verschaffen einem Schuldner zwar zusätzlichen zeitlichen Spielraum, mindern aber seine Schuldenlast nicht. Umschuldungen können daher eine Schuldenkrise mildern, aber nicht beheben.

(2) Die Emission von verbrieften Anleihen und der Handel solcher Titel an einer Börse erscheinen wenig aussichtsreich, da das Börsenpublikum an Umschuldungen nicht beteiligt werden kann.

(3) Exit Bonds können lediglich Gläubigerbanken mit geringem Forderungsbestand den Ausstieg aus einer Kreditbeziehung erlauben.

(4) Großzügige Bewertungsvorschriften für Problemforderungen erlauben Banken mit geringem Eigenkapital, solvent zu bleiben, hemmen jedoch den Forderungsverkauf solcher Banken. Damit wird eine optimale Risikoallokation behindert. Eine Abschreibungspflicht auf Marktpreisniveau würde dieses Hemmnis beseitigen, könnte jedoch von diesen Banken nur nach Zufuhr von Eigenkapital verkraftet werden.

(5) Einem partiellen Erlaß von Forderungen durch private Gläubiger stehen prinzipielle Hindernisse entgegen.

(6) Einer Ablösung von Schulden durch den Schuldner zum Marktwert statt zum Nennwert können die Gläubiger zustimmen, wenn sie dadurch keinen Vermögensverlust zugunsten des Schuldners erleiden. Debt Equity Swaps genügen dieser Bedingung, soweit sie zu zusätzlichen Direkt- oder Portfolioinvestitionen im Schuldnerland führen, die netto einen Devisenzustrom erzeugen.

(7) Da die Bereinigung einer bereits eingetretenen Schuldenkrise außerordentlich schwierig ist, sollte in Zukunft Schuldenkrisen u.a. von vornherein durch Risikoteilung vorgebeugt werden.

(8) Eine Risikoteilung durch Vereinbarung von Höchstgrenzen für variable Zinssätze erscheint sinnvoll. Sofern der Markt für Zinsoptionen nicht genügend liquide ist, kann auch in Betracht gezogen werden, daß der IWF solche Optionen zu marktgerechten Preisen verkauft.

(9) Eine Risikoteilung, bei der die Gläubigeransprüche an einen Exportpreisindex des Schuldners gekoppelt werden, kann den Schuldner wirksam bei Preiseinbrüchen entlasten. Existieren Futures für die Exportgüter, so können die Gläubiger die aus der Teilung entstehenden Risiken hedgen.

(10) Eine partielle Währungssubstitution durch andere Hartwährungen oder durch die Schuldnerwährung kann ebenfalls im Interesse von Schuldner und Gläubiger liegen. Die Möglichkeiten hierzu erscheinen noch nicht ausgeschöpft.

(11) Keine der aufgezeigten kreditpolitischen Änderungen allein vermag Schuldenkrisen zu verhindern oder zu beseitigen. Auch ein Menü solcher Änderungen vermag dies nicht, wenn die Wirtschaftspolitik des Schuldners und die Rahmenbedingungen für den internationalen Handel nicht "stimmen".

Literaturverzeichnis

Bailey, N.A. [1983]; A Safety Net for Foreign Lending. In: Business Week, January 10.

Berger, W. [1988]; Neue Ansätze im Schuldenmanagement für Entwicklungsländer. In: Sparkasse, 105.Jg., S.123-129.

Bergsten, C.F./ Cline, W.R./ Williamson, J. [1985]; Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives. Institute for International Economics. Washington.

Bosch, U. [1985]; Vertragliche Regelungen in internationalen Kreditverträgen als risikopolitisches Instrument. In: H.J. Krümmel (Hrsg.), Internationales Bankgeschäft. Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 8, S.117-159.

Cooper, R.N./ Sachs, J.D. [1985]; Borrowing Abroad: The Debtor`s Perspective. In: G.W. Smith/ J.T. Cuddington (Hrsg.),International Debt and the Developing Countries. Washington, S.21-60.

Corden, M.W. [1988]; Debt Relief and Adjustment Incentives: A Theoretical Exploration. IFM Working Papers. WP/88/36. Washington.

Ebenroth, C.-Th./Cremer, M. [1988]; Mexikos Umschuldungsangebot ein Ansatz zur Lösung der Schuldenkrise? In: Die Bank, Heft 9, S.488-494.

Fehr, B. [1988]; Am Markt für "Problemkredite" hat sich das Geschäft belebt. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.August, S.13.

Franke, G. [1988a]; Debt Equity Swaps aus finanzierungstheoretischer Perspektive. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 58.Jg., S.187-197.

Franke, G. [1988b]; Currency Choice for Credit Contracts and Exchange Rate Regime. Diskussionsbeiträge, Universität Konstanz, Serie II, Nr.62.

Gersowitz, M. [1985]; Banks` International Lending Decisions: What We Know and Implications for Future Research. In: G.W.Smith/ J.T. Cuddington (Hrsg.), International Debt and the Developing Countries, Washington, S.61-78.

Glick, R. [1986]; Economic Perspectives on Foreign Borrowing and Debt Repudiation: An Analytic Literature Review. Monograph Series in Finance and Economics. New York.

Hentschel, J. [1988]; Managing International Debt: State of the Art. In: Intereconomics, vol.23, No.3, S.126-131.

Keller, P.M./ Weerasinghe, N.E. [1988]; Multilateral Official Debt Rescheduling, Recent Experience. World Economic and Financial Surveys. International Monetary Fund, Washington.

Krugman, P. [1985]; International Debt Strategies in an Uncertain World. In: G.W. Smith/ J.T. Cuddington (Hrsg.), International Debt and the Developing Countries, Washington.

Lerbinger, P. [1987]; Finanzinnovationen und Schuldenkrise. In: Die Bank, S.594-601.

Nunnenkamp, P. [1989]; Keine Alternative zum Schuldenerlaß? In diesem Buch.

Nunnenkamp, P./Junge, G. [1985]; Die Kreditbeziehungen zwischen westlichen Geschäftsbanken und Entwicklungsländern. München.

Schäfer, H.B. [1987]; Strategien zur Vermeidung neuer Verschuldungskrisen - Forderungen an die Industrieländer. In: L. Späth/H. Dräger (Hrsg.), Die Internationale Verschuldungskrise, Baden-Baden, S.231-258.

Schulmann, H. [1987]; Aufgaben des Internationalen Währungsfonds und multilateraler Entwicklungshilfe-Organisationen - Eine vorläufige Analyse des Baker-Plans. In: L. Späth/ H. Dräger (Hrsg.), Die internationale Verschuldungskrise, Baden-Baden, S,343-360.

Siebert, H. [1988]; Ansatzpunkte zur Lösung der internationalen Verschuldungskrise. Diskussionsbeiträge, Universität Konstanz, Serie II, Nr.51.

Simonsen, M.H. [1985]; The Developing - Country Debt Problem. In: G.W. Smith/J.T. Cuddington (Hrsg.), International Debt and the Developing Countries, Washington, S.101-126.

World Economic Outlook [1988]; International Monetary Fund, Washington, April.