

Zanker, Benedikt

Research Report

Fortschritt bei der Umstrukturierung von Staatsanleihen

SWP-Aktuell, No. 57/2004

Provided in Cooperation with:

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

Suggested Citation: Zanker, Benedikt (2004) : Fortschritt bei der Umstrukturierung von Staatsanleihen, SWP-Aktuell, No. 57/2004, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/254523>

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.

Fortschritt bei der Umstrukturierung von Staatsanleihen

Benedikt Zanker

Bei ihrem Treffen am 20. und 21. November in Berlin begrüßten Finanzminister und Notenbankgouverneure der G20-Staaten einhellig die zwischen Emissionsländern und Vertretern des Privatsektors vereinbarten »Grundsätze für stabile Kapitalströme und gerechte Umschuldung in Schwellenländern«. Im Verbund mit der zunehmenden Verbreitung von Kollektivklauseln in Anleiheverträgen von Schwellenländern erleichtert dieser freiwillige Verhaltenskodex die Bewältigung von Finanzkrisen durch eine geordnetere Umstrukturierung staatlicher Schulden. Die internationale Gemeinschaft sollte darauf dringen, daß die Verpflichtung auf die »Grundsätze« und die Anwendung von Kollektivklauseln für alle neu zu emittierenden Staatsanleihen obligatorisch werden.

Die »Grundsätze für stabile Kapitalströme und gerechte Umschuldung in Schwellenländern« sind das Ergebnis von Verhandlungen zwischen den Schuldnerstaaten Brasilien, Mexiko, Korea und der Türkei sowie des Institute of International Finance (IIF), einer Interessenvertretung privater Finanzinstitutionen. Die Erarbeitung eines freiwilligen Verhaltenskodex zur Erleichterung von Umschuldungen staatlicher Verpflichtungen war erklärtes Ziel des vom Bundesministerium der Finanzen veröffentlichten Arbeitsprogramms für die diesjährige deutsche G20-Präsidentschaft. Die G20, die sich aus Finanzministern und Notenbankgouverneuren der G8 sowie der wichtigsten Schwellenländer zusammensetzt, folgt damit einer Initiative der Banque de France,

dem sogenannten Trichet-Proposal aus dem Jahre 2003. Ziel ist es, die Umstrukturierung von Verpflichtungen überschuldeter Schwellenländer zu vereinfachen und damit einen Beitrag zur Bewältigung von Finanzkrisen zu leisten. Ohne die Anwendung von Kollektivklauseln in Anleiheverträgen, die eine Durchsetzung von Mehrheitsentscheidungen ermöglichen, ist die Effektivität eines freiwilligen Verhaltenskodex allerdings begrenzt.

Das Problem

Im Vergleich zu den Schuldenkrisen der achtziger Jahre sind Umschuldungsverfahren seit Anfang der neunziger Jahre drastisch erschwert worden. Traten damals

Grundsätze für stabile Kapitalströme und gerechte Umschuldung in Schwellenländern

Der von Brasilien, Mexiko, Korea, der Türkei und dem Institute of International Finance (IIF) ausgehandelte Verhaltenskodex besteht aus vier Grundsätzen, den *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*. Der erste Grundsatz verlangt Transparenz und die zeitnahe Bereitstellung von Informationen über den Finanzstatus des Emittenten; dies soll Investoren eine gründliche Analyse ermöglichen. Besondere Betonung wird dabei auf eine komplette Darstellung des Schuldpfils inklusive Fälligkeiten und Zinsstruktur gelegt. Zweitens wird ein fortlaufender Dialog sowie eine enge Kooperation zwischen Gläubigern und Schuldner verlangt. Ziel ist dabei, Umschuldungen generell zu vermeiden. In diesem Zusammenhang werden verstärkte Maßnahmen zur Anlegerpflege empfohlen, wie sie bei

Aktiengesellschaften seit langem gebräuchlich sind. Ist eine Umstrukturierung unumgänglich, sind Schuldner und Gläubiger angehalten, die Umstrukturierung freiwillig und nach bestem Wissen und Gewissen zu gestalten. Dies umfaßt die volle Anerkennung aller vertraglichen Verpflichtungen von Seiten des Schuldners, aber auch die Anstrengung von Gläubigern, nachhaltige Lösungen für Überschuldungsprobleme zu suchen. Dabei sind Informationen zur finanziellen Lage des Schuldners von der Gläubigerseite vertraulich zu behandeln. Der vierte und letzte Grundsatz zielt auf Gerechtigkeit zwischen verschiedenen Gläubigergruppen ab und untersagt generell jegliche Form von ungerechtfertigter Diskriminierung zwischen verschiedenen Gläubigerarten.

G20-Staaten

Argentinien	Japan
Australien	Korea
Brasilien	Mexiko
Kanada	Rußland
China	Saudi-Arabien
Frankreich	Südafrika
Deutschland	Türkei
Indien	UK
Indonesien	USA
Italien	EU/IMF/WB

Gläubiger von Schwellenländern überwiegend in überschaubaren Konsortien internationaler Gläubigerbanken auf, besteht die Schuldenlast von Schwellenländern heute größtenteils aus Staatsanleihen, die von einer unübersichtlichen, aus Pensionskassen, Publikumsfonds und Privatinvestoren zusammengesetzten Gruppe gehalten werden. Dies führt zu Koordinationsproblemen, die Umschuldungsverfahren bei drohender Zahlungsunfähigkeit souveräner Schuldner deutlich erschweren.

Zu Recht wird darauf hingewiesen, daß Umschuldungen in Pakistan, der Ukraine, Rußland, Ecuador und Uruguay auch ohne einen formalen Umstrukturierungsprozeß erfolgreich verlaufen sind. Auf der anderen Seite aber ist Argentinien das beste Beispiel dafür, wie langwierig und kostspielig Umschuldungen sich gestalten können. Mehrere Gründe sind dafür verantwortlich. So trennen sich private Gläubiger bei drohender Zahlungsunfähigkeit eines souveränen Schuldners meist schnellstmöglich von ihren Forderungen, was einen Anstieg der

Refinanzierungskosten für Schwellenländer zur Folge hat. Dies erhöht nicht nur die Zinsaufwendungen, sondern macht unter Umständen weitere Kreditaufnahmen unmöglich.

Ein Kernproblem für erfolgreiche Umschuldungen besteht in der Existenz von sogenannten *rogue creditors* oder Akkordstörern. Selbst wenn die überwiegende Mehrheit der Gläubiger einer Umschuldung zustimmt, können diese den Umstrukturierungsprozeß erheblich erschweren. Unter US- oder deutschem Recht emittierte Anleihen ermöglichen es selbst kleinsten Gläubigergruppen, Umschuldungsübereinkommen zu blockieren, da eine Änderung der Zahlungsbedingungen der Zustimmung aller Gläubiger bedarf. Daher konnte der Investor Elliott Associates LP die Umstrukturierung von Perus Auslandsschulden gefährden und vor Gericht die volle Rückzahlung der verbilligt erworbenen Anleihen inklusive akkumulierter Zinsen erstreiten. Mit der Drohung, die von der Gläubigermehrheit unterstütz-

te Umschuldung zu verhindern, erstritt Elliott Associates LP eine Zahlung von 58,4 Mio. US-Dollar nach einer ursprünglichen Investition von 11,7 Mio. US-Dollar.

Zwei Alternativen

Grundsätzlich gibt es zwei Ansätze, um die Schuldenlast eines überschuldeten Staates zu restrukturieren und seine Zahlungsfähigkeit nachhaltig wiederherzustellen. Das vom IWF propagierte internationale Insolvenzverfahren stellt den umfassendsten Ansatz dar. Vom Schuldner in Gang gesetzt, wäre ein solches Verfahren in der Lage, Koordinierungsprobleme innerhalb heterogener Gläubigergruppen zu reduzieren und Lösungsansätze unter Einfluß mehrerer Kreditformen zu definieren. Zudem böte es Anreize für eine rechtzeitige Einleitung von Umschuldungsverhandlungen. Nicht zuletzt kann es Akkordstörer daran hindern, durch private Klagen an nationalen Gerichten Restrukturierungsverhandlungen zu erschweren. Die Einführung eines formalen Verfahrens bedarf allerdings entweder eines internationalen und universell ratifizierten Vertrages oder einer Änderung der Articles of Agreement des IWF. Beides ist in Anbetracht der fehlenden internationalen Unterstützung in der näheren Zukunft unrealistisch. Ein Vorstoß der stellvertretenden IWF-Vorsitzenden Anne Krueger zur Einführung eines internationalen Insolvenzverfahrens, des *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM), scheiterte im Frühjahr 2003 an einem Veto der Vereinigten Staaten.

Eine Alternative stellt die Anwendung von Kollektivklauseln in Anleihekontrakten in Kombination mit der Einführung eines freiwilligen Verhaltenskodex für den Umschuldungsprozeß dar. Beide Instrumente haben inzwischen internationale breite Zustimmung erfahren. Im April 2003 legte die G10, die Gruppe der wichtigsten Kapitalgeber des IWF, einen Bericht zu Kollektivklauseln in Staatsanleihen vor, in dem sie deren Einführung befürwortet und Modellklauseln vorstellt. Die nun von der

G20 unterstützten »Grundsätze für stabile Kapitalströme und gerechte Umschuldung in Schwellenländern« stellen einen freiwilligen Verhaltenskodex dar, der sowohl die Zustimmung von Emissionsländern als auch von privaten Gläubigern findet.

Kollektivklauseln

Als Teil von Anleiheverträgen erlauben es Kollektivklauseln, die größten Probleme bei Umschuldungsbemühungen schon im Vorfeld zu adressieren. Vier Arten solcher Klauseln sind von besonderer Bedeutung: *Mehrheitsklauseln* ermöglichen es einer qualifizierten Gläubigermehrheit, die Zahlungsbedingungen für einzelne Emissionen zu ändern, ohne dabei von einer Minderheit blockiert werden zu können; sie sind seit langem ein Bestandteil von in Großbritannien und Japan emittierten Staatsanleihen. *Repräsentativklauseln* dienen der Einrichtung von aus Schuldner und Gläubigern zusammengesetzten Gremien, um Koordinierungsschwierigkeiten zu minimieren und Verhandlungen effizienter zu gestalten. *Teilungsklauseln* legen fest, daß jede vom Schuldner geleistete Zahlung auf alle Gläubiger aufgeteilt werden muß; sie vermindern daher den Anreiz für Akkordstörer, über den Rechtsweg Vorteile gegenüber der Gläubigermehrheit zu erstreiten. Auch eine Umstrukturierung über mehrere Emissionsserien hinweg kann in Form von *Aggregationsklauseln* vertraglich fixiert werden.

Kollektivklauseln haben seit Anfang 2003 stark an Bedeutung gewonnen. Im Frühjahr 2003 konnte Mexiko als erstes Schwellenland auch in New York Kollektivklauseln enthaltende Anleihen platzieren; ihre Mehrheitsklauseln erlauben eine Umstrukturierung bei Zustimmung von 75% aller Gläubiger. Uruguay vermochte sogar Auslandsschulden von 3,75 Mrd. US-Dollar in Anleihen mit Kollektivklauseln zu tauschen, die eine Aggregation über mehrere Emissionen hinweg erlauben. Im Gegensatz zu ursprünglichen Befürchtungen waren Zinsaufschläge dieser Emissionen auf US-Anleihen kaum höher als bei

Anleihen ohne Kollektivklauseln. Dies bestätigt das Ergebnis wissenschaftlicher Studien, daß Kollektivklauseln keine höheren Zinssätze für Emittenten verursachen. Seither haben Schwellenländer eine Vielzahl an Staatsanleihen mit Kollektivklauseln emittiert. Unter ihnen finden sich nicht nur etablierte Schuldner wie Chile, Brasilien, Venezuela, Südafrika, Korea oder die Türkei, sondern auch wirtschaftlich weniger bedeutende Schwellenländer wie Peru, Kolumbien, Costa Rica, Guatemala, Panama oder Belize.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2004
Alle Rechte vorbehalten

SWP
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364

Fazit

Die Tatsache, daß seit Anfang 2003 eine Vielzahl von Schwellenländern auch in New York Anleihen mit Kollektivklauseln platzieren konnte, deutet darauf hin, daß diese zu einem neuen internationalen Standard werden. Die zwischen Schwellenländern und privaten Gläubigern vereinbarten »Grundsätze für stabile Kapitalströme und gerechte Umschuldung in Schwellenländern« ergänzen diese Alternative zum gescheiterten internationalen Insolvenzverfahren. Komplettiert würde dieser Prozeß durch die Gründung eines *Sovereign Debt Dispute Resolution Forums* (SDDRF), wie vom IWF im Rahmen des SDRM bereits vorgeschlagen. Ähnlich dem International Center for Settlement of Investment Disputes (ICSID) der Weltbank könnte ein solches Forum Schiedsdienste bei Konflikten zwischen Gläubigern und Schuldnern leisten. Aus Gründen der Legitimation sollte es allerdings nicht zu eng an den IWF angelehnt werden. Besser wäre es, ein Schlichtungsforum bei der Bank of International Settlements einzurichten und es paritätisch mit Repräsentanten von Schuldnern und Gläubigern zu besetzen.

Mit der Unterstützung der »Grundsätze« geht die G20 den richtigen Weg. Es ist jedoch notwendig, ihn fortzusetzen. G20-Staaten und Bundesregierung sollten in diesem Sinne Schwellenländer verstärkt sowohl zur Verpflichtung auf Verhaltenskodex als auch zur Einführung von Kollektiv-

klauseln anhalten. G10-Staaten sollten mit positivem Beispiel vorangehen, sich dem Verhaltenskodex verpflichten und Kollektivklauseln in eigene Neuemissionen aufnehmen. Letzteres ist insofern von Bedeutung, als eine verbreitete Anwendung von Kollektivklauseln in Industrieländern eine Signalwirkung auf Schwellenländer hat. Dies mindert die Befürchtung, daß die Aufnahme von Kollektivklauseln in Anleiheverträge von den Märkten mit höheren Kapitalkosten oder reduziertem Kreditangebot sanktioniert werden könnte. Italien hat bereits einen ersten Schritt getan.

Zusätzlich sollten G10-Staaten und speziell die Bundesrepublik ihren großen Einfluß im IWF zur Förderung beider Instrumente voll zur Geltung bringen. Im Rahmen seiner jährlichen Konsultationen mit Mitgliedsländern könnte der IWF deren Verpflichtung auf beide Instrumente unterstützen und überwachen. Zusätzliche Anreize können geschaffen werden, indem der IWF bei Kreditvergabeentscheidungen deren Einführung positiv in Rechnung stellt. Zudem sollte die Verpflichtung zur Einhaltung des Verhaltenskodex öffentlich gemacht werden; die vom IWF publizierte Liste jener Mitgliedsländer, die sich weitreichenden Transparenzstandards (Special Data Dissemination Standards) verpflichtet haben, ist ein nachahmenswertes Beispiel.

Mittelfristig sollte jedoch angestrebt werden, die Aufnahmen von Kollektivklauseln in Anleiheverträge staatlicher Emissionen und die Verpflichtung zur Einhaltung grundlegender Verfahrensregeln im Falle staatlicher Überschuldung in den Articles of Agreement des IWF zu verankern. In Anbetracht der Tatsache, daß die »Grundsätze für stabile Kapitalströme und gerechte Umschuldung in Schwellenländern« nicht nur die Unterstützung wichtiger Schuldner wie Brasilien, Mexiko, Korea, Türkei, China, Indonesien, Rußland oder Südafrika, sondern auch des Privatsektors genießen, scheint die Zeit dafür günstig.