

Schmidt, Paul-Günther

Article

Debt Equity Swaps: Konzeption, Anwendung und Probleme

Kredit und Kapital

Provided in Cooperation with:

Duncker & Humblot, Berlin

Suggested Citation: Schmidt, Paul-Günther (1989) : Debt Equity Swaps: Konzeption, Anwendung und Probleme, Kredit und Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 22, Iss. 2, pp. 296-322,
<https://doi.org/10.3790/ccm.22.2.296>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/293144>

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.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Berichte

Debt Equity Swaps: Konzeption, Anwendung und Probleme

Von Paul-Günther Schmidt, Mainz*

I. Einleitung

Seit Beginn der Verschuldungskrise 1982 wurden von Gläubigerbanken und Schuldnerländern in Zusammenarbeit mit dem Internationalen Währungsfonds, der Weltbank und den betroffenen Regierungen zahlreiche Anstrengungen unternommen, die Schuldendienstlast der Kreditnehmer zu senken und die Risiken der vorhandenen Schuldenstruktur zu begrenzen. Dabei bildeten sich neben den konventionellen Maßnahmen zur Schuldenumstrukturierung zunehmend neue Finanzierungsinstrumente heraus¹. Ein vergleichsweise junges, von einer Reihe von Entwicklungsländern allerdings bislang nur sehr zögerlich eingesetztes Instrument sind Debt Equity Swaps in Verbindung mit Loan Swaps. Sie sollen nicht nur das Auslandsschuldenmanagement erleichtern, sondern erscheinen zugleich geeignet, die nationalen Ziele einer Steigerung der Direktinvestitionen und einer Repatriierung von Fluchtkapital besser zu erreichen und mit den Möglichkeiten einer Teilprivatisierung der wenig leistungsfähigen öffentlichen Sektoren in den hochverschuldeten Entwicklungsländern zu verbinden. Der folgende Beitrag stellt Konzeption, Anwendungspraxis und bisherige Ergebnisse dieses neuen Instruments vor und versucht, zu erwartende Probleme aus der Sicht der Schuldnerländer, Gläubigerbanken und Direktinvestoren zu identifizieren.

* Besonderen Dank schulde ich *Joerg Peters* für wertvolle Anregungen, kritische Anmerkungen und zahlreiche Literaturhinweise, sowie *Werner Zohlhöfer*, *Margareta Kulesa* und *Florian Cantzler* für die Durchsicht und hilfreiche Diskussion einer ersten Fassung des Manuskripts.

¹ Zu den traditionellen Verfahren, die seit 1982 zur Anwendung kamen, wie auch zu dem 1987 erstmals entwickelten „Menü-Ansatz“ vgl. beispielsweise *Regling* (1988).

II. Loan Swap Markt und Schuldenkonversionen

Seit Anfang der achtziger Jahre haben zahlreiche Entwicklungsländer, zuerst die Türkei 1981, den Versuch unternommen, durch Debt Conversions einen Teil ihrer Auslandsschulden in lokale Vermögensaktiva zugunsten der Kreditgläubiger umzuwandeln und damit den Bestand an Fremdwährungsverbindlichkeiten zu reduzieren. Eine spezielle, zugleich die verbreitetste Variante solcher Schuldenkonversionen sind Debt Equity Swaps, unter denen der Umtausch von in Fremdwährung denominierten Kreditforderungen gegenüber einem Entwicklungsland in Eigenkapitalanteile an öffentlichen oder privaten Unternehmen des Schuldnerlandes in lokaler Währung zu verstehen ist. Debt Equity Swaps treten in einer direkten und einer indirekten Variante auf². Beim direkten Debt Equity Swap wandelt der Gläubiger, in der Regel eine ausländische Bank oder ein multinationales Unternehmen, das über eigene Lieferkreditforderungen gegenüber dem Entwicklungsland verfügt, den Kredit mit Zustimmung der nationalen Behörden direkt in Beteiligungskapital an lokalen Unternehmen, Tochtergesellschaften oder Investment Fonds um. Beim indirekten Debt Equity Swap werden die Kreditforderungen vom Gläubiger zunächst an einen Dritten verkauft, bevor dieser sie dann in lokales Beteiligungskapital umtauscht.

Direkte Debt Equity Swaps waren eine Zeitlang die verbreitetste Form der Schuldenkonversion; da der Kreditgläubiger eines Entwicklungslandes in den seltensten Fällen jedoch selbst ein unmittelbares Interesse am Erwerb von Unternehmensanteilen im Schuldnerland haben dürfte, setzt die Durchführung eines Debt Equity Swap-Programms auf hinreichend breiter Basis – also auch in Form indirekter Swaps – voraus, daß ein funktionsfähiger Markt existiert, auf dem investitionswillige Unternehmen und Banken in den Besitz von entsprechenden Kreditforderungen gegenüber dem gewählten Investitionsland gelangen können. Tatsächlich hat sich seit der Schuldenkrise 1982 ein solcher Sekundärmarkt für Entwicklungsländerkredite allmählich entwickelt. Ein auf diesem Markt stattfindender Umtausch von Kreditforderungen gegenüber Entwicklungsländern in andere monetäre Forderungen wird als Loan Swap bezeichnet, dabei werden entweder Kreditforderungen gegenüber verschiedenen Schuldnerländern getauscht, oder es werden einzelne Kreditforderungen gegen Barzahlung verkauft³.

Die Märkte für Debt Equity und Loan Swaps sind eng miteinander verknüpft; sie haben sich daher in den vergangenen Jahren auch weitgehend im

² Vgl. insbesondere *Werrett* (1987 a), S. 41.

³ Zu verschiedenen Formen der Abwicklung von Loan Swaps siehe insbesondere *Lerbinger* (1987), S. 597 ff.

Gleichschritt entwickelt. Ein breiteres Angebot von Entwicklungsländerkrediten am Loan Swap-Markt entstand erst, als immer mehr Banken, und zwar zunehmend auch US-amerikanische, bereit waren, einen Teil ihrer notleidenden Kreditforderungen gegen hohe Marktabschläge zu verkaufen und damit Verluste aus früheren Kreditengagements zu realisieren und den eigenen Aktionären gegenüber einzugestehen⁴. Eine rege Nachfrage nach den angebotenen Kreditforderungen entwickelte sich wiederum erst in dem Maße, in dem einzelne Schuldnerländer Debt Equity Swap-Programme auflegten und damit vor allem multinationale Direktinvestoren als Nachfrager an den Loan Swap-Markt heranzuführten.

Die Schätzungen zur Entwicklung des Marktvolumens für Loan Swaps sind mit hoher Unsicherheit behaftet, da der Markt weder Kontrollen noch statistischer Erfassung unterliegt. 1982 sollen für rund 1 Mrd. US-\$, 1983 und 1984 jährlich für 2 bis 3 Mrd. US-\$ nominal Loan Swaps durchgeführt worden sein. Das Handelsvolumen stieg seitdem sprunghaft; die Schätzungen⁵ variieren jedoch erheblich zwischen nominal 5 und 15 Mrd. US-\$ für 1986, 10 und 25 Mrd. US-\$ für 1987 sowie 40 bis 50 Mrd. US-\$ im Jahr 1988. Je Transaktion werden dabei im Durchschnitt etwa 5 bis 7 Mill. US-\$ gehandelt, wobei die meisten Kredite mehrfach weitergereicht werden, bevor sie einen Letztverwender finden und vom Loan Swap-Markt verschwinden. Gemessen an den insgesamt ausstehenden Kreditforderungen von Banken gegenüber Entwicklungs- und Staatshandelsländern in Höhe von schätzungsweise 808 Mrd. US-\$ Mitte 1988⁶ ist der Anteil der jährlich durchgeführten Schuldenswaps also noch gering.

Gegenwärtig existiert ein zumindest rudimentärer Markt für Bankenkredite in über 30 Länder, von denen vor allem Forderungen gegenüber Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Elfenbeinküste, Mexico, Marokko, Philippinen, Polen, Rumänien, Türkei, Venezuela und Jugoslawien aktiv gehandelt werden⁷. Das Handelsvolumen konzentriert sich allerdings angesichts der entsprechenden Bedeutung der nationalen Debt Equity Swap-Programme bislang noch weitgehend auf Chile, Mexico und neuerdings Brasilien. Rund 250 Banken und etwa 50 nichtfinanzielle Institutionen nehmen vorwiegend an den Finanzzentren New York und London am Markt teil, wobei sich überwiegend US-amerikanische Investmentbanken gegen Gebühren von früher 1 bis 4 Prozent, gegenwärtig $\frac{3}{4}$ bis 2 Prozent⁸ des

⁴ Vgl. auch *Schubert* (1987), S. 20.

⁵ Vgl. *Chase Investment Bank* (1988), S. 3f., *Evans* (1987), S. 73, *Lerbinge* (1987), S. 599, *Newman* (1986), S. 70 und *Peagam* (1988), S. 147.

⁶ Vgl. *Organisation for Economic Co-operation and Development/Bank for International Settlements* (1989), S. 8.

⁷ Vgl. hierzu und zum folgenden *Lerbinge* (1987), S. 599ff.

nominellen Gegenwertes der am Loan Swap-Markt erworbenen Forderung als Berater und Vermittler einschalten und die Direktinvestoren dann auch bei der Abwicklung des Debt Equity Swaps unterstützen.

Der Markt ist ausgesprochen eng und reagiert äußerst sensibel auf Veränderungen im ökonomischen und politischen Umfeld. Häufig kommt es zu hektischen Preissprüngen als Folge kurzfristiger Schwankungen des Angebots oder der Nachfrage⁹. Da von geregelten Marktverhältnissen keine Rede sein kann, können die Sekundärmarktpreise für Länderkredite somit auch nur mit Einschränkungen und bestenfalls für die wenigen Länder, für die ein regelmäßiger Handel stattfindet, als anonyme Marktbewertung der Bonität und Zahlungsmoral der Schuldnerländer angesehen werden. Bis Anfang 1987 noch waren Kredite der Hauptschuldnerländer mit 60 bis 80 % ihres Nominalwertes gehandelt worden. Im Verlauf des Jahres setzte dann ein geradezu dramatischer Preisverfall ein, der vor allem in massiven Abgaben US-amerikanischer Großbanken begründet war, die ihre Marktstrategie nicht zuletzt aufgrund geänderter Rechnungslegungsvorschriften der zuständigen Behörden änderten und nun teilweise „um jeden Preis“ versuchten, notleidende Kredite am Loan Swap-Markt zu verkaufen. Von diesem „Preisschock“ konnte sich der Markt bislang nicht erholen. Kreditforderungen gegenüber Ecuador beispielsweise wurden Anfang 1989 nur noch zu 12 % ihres Nominalwertes gehandelt. Verbindlichkeiten Argentiniens notierten mit 18,5 %, Nigerias mit 21 %, Brasiliens mit 33 %, Mexicos mit 37,5 % und Chiles mit 59,5 % ihres nominellen Betrages.

Es waren gerade diese Entwicklungstendenzen des Loan Swap-Marktes – der dramatische Preisverfall für Dritte-Welt-Kredite seit 1987 und der gleichzeitig stattfindende sprunghafte Anstieg des Umsatzes der gehandelten Schulden –, die erst die Voraussetzungen schufen für das Vordringen von Debt Equity Swaps, also die Umwandlung von Fremdwährungsforderungen in inländisches Beteiligungskapital unter Ausnutzung der am Loan Swap-Markt realisierbaren Abschläge für Entwicklungsländerkredite.

III. Ziele und Anwendungspraxis von Debt Equity Swap-Programmen

Debt Equity Swaps wurden erstmals 1982 von Brasilien durchgeführt, im November 1984 allerdings nach Konversionen in Höhe von rund 1,2 Milliarden US-Dollar Auslandsschulden abgebrochen. Im Mai 1985 ließ Chile im Rahmen des bis heute liberalsten, flexibelsten und deshalb wohl auch

⁸ Siehe *Evans* (1988 b), S. 31.

⁹ Insider sprechen von einem „yo-yoing in prices“. Vgl. *Peagam* (1988), S. 147 f.

erfolgreichsten Debt Equity Swap-Programms die Konversion von Auslandsschulden durch Ausländer und Inländer zu. Im April 1986 eröffnete auch Mexico ein Schuldenkonversionsfenster, das im Herbst 1987 vorübergehend wieder geschlossen wurde; im August 1986 folgten die Philippinen mit einem Swap-Programm, das allerdings aus Sorge vor unerwünschten Nebenwirkungen nur schleppend abgewickelt und stark selektiv gehandhabt wird¹⁰. Ecuador führte ein wegen zu starrer Regelungen und ungünstiger Modalitäten bislang enttäuschendes Programm im Dezember 1986 ein, Costa Rica ließ mit mehr Erfolg Schuldenkonversionen ebenfalls seit 1986 zu, und Argentinien startete ein neues, innenpolitisch seit längerem kontrovers diskutiertes Debt Equity Swap-Programm im Januar 1988, nachdem die Regierung schon früher Umtauschaktionen von Fall zu Fall genehmigt hatte. Venezuela eröffnete im April 1987 ein eigenes Konversionsfenster für Auslandsschulden des öffentlichen Sektors; 1988 folgten Bolivien und Nigeria. Die international stärkste Beachtung fand allerdings das von Brasilien Anfang 1988 aufgenommene neue Umtauschprogramm, mit dem – neben einem expandierenden „informellen“ Swap-Markt – allmonatlich Auslandsschulden im Wert von 150 Mill. US-\$ auf öffentlichen Auktionen zur Konversion angeboten werden.

Über den Umfang der auf diese Weise in den letzten Jahren umgewandelten (und damit zugleich getilgten) Schulden der Entwicklungsländer gehen die Schätzungen weit auseinander¹¹. Wie die in Tabelle 1 zusammengestellten eigenen Schätzungen zeigen, dürften bis Ende 1988 von den zehn Ländern, die in dieser Zeit aktive Debt Equity Swap-Programme aufrechterhielten, insgesamt Auslandsschulden im Nominalbetrag von rund 14,55 Mrd. US-\$ konvertiert worden sein. Danach haben bislang lediglich Brasilien, Chile und Mexico Auslandsschulden in nennenswertem Umfang konvertiert. Der Umfang der Transaktionen ist zwar von Jahr zu Jahr kräftig gestiegen, gemessen an den Bankschulden der beteiligten Länder, die sich Ende 1986, also vor Beginn des Hauptteils der Schuldenkapitalisierungen, auf insgesamt 258 Mrd. US-\$ beliefen, ist das Konversionsvolumen mit anteilig nur 5,6% jedoch noch sehr gering.

Die praktische Durchführung von Debt Equity Swaps variiert zwar von Land zu Land, sie verläuft im großen und ganzen aber nach folgendem Schema¹²: Ein an Investitionen im Schuldnerland interessiertes Unterneh-

¹⁰ Vgl. *Gourlay* (1988).

¹¹ Insbesondere in der Wirtschaftspresse wird das Volumen der Debt Equity-Transaktionen häufig mit dem Umsatz auf dem Loan Swap-Markt gleichgesetzt; teils werden auch die von den nationalen Behörden genehmigten Transaktionen mit den tatsächlich durchgeführten Geschäften verwechselt oder andere Formen des Schuldenabbaus mit Debt Equity Swaps zusammen ausgewiesen.

men erwirbt – in der Regel unter Einschaltung einer Investmentbank als Makler – am Sekundärmarkt für Entwicklungsländerkredite eine Bankforderung gegenüber dem Land, in dem die Mittel investiert werden sollen. Es sei angenommen, daß es sich hierbei um einen Mexicokredit der Citicorp in Höhe von 10 Mill. US-\$ handelt, der gegen Barzahlung von 5,5 Mill. US-\$ an ein multinationales Unternehmen übergeht. Dieses Unternehmen möchte in Mexico eine Tochtergesellschaft aufbauen und beantragt deshalb bei den hierfür zuständigen nationalen Stellen die vorzeitige Tilgung seiner Forderung gegen Barzahlung in mexikanischer Währung. Die lokalen Behörden stimmen im Rahmen des von ihnen eröffneten Swap-Fensters diesem Antrag zu und tilgen die Forderung von nominal 10 Mill. US-\$ unter Zugrundelegung einer von Fall zu Fall festgelegten Umtauschabschlagsquote zum amtlichen Wechselkurs in mexikanischen Pesos, die dem Investor dann auf einem inländischen Konto für Investitionszwecke bereitgestellt werden. Bei einer angenommenen Umtauschabschlagsquote von 20 Prozent und einem Wechselkurs von 600 Pesos je US-\$ stünden dem investitionswilligen Unternehmen somit 4,8 Mrd. Pesos zur Verfügung.

Der Investor erhält damit faktisch nichts anderes als eine versteckte Subvention für Direktinvestitionen¹³: Will das multinationale Unternehmen in Mexico 4,8 Mrd. Pesos investieren, hätten am Devisenmarkt zum herrschenden Wechselkurs von 600 Pesos je US-\$ hierfür 8,0 Mill. US-\$ anstatt der so nur aufgewendeten 5,5 Mill. hergegeben werden müssen; die Subvention beläuft sich damit auf 2,5 Mill. US-\$. Über die Umtauschabschlagsquote hat auch das Schuldnerland einen finanziellen Vorteil: Hätte der Investor den mexikanischen Behörden 8,0 Mill. US-\$ angeboten, um zum herrschenden Wechselkurs in den Besitz von 4,8 Mrd. Pesos für Investitionszwecke zu kommen, hätte Mexico hiermit den 10,0 Mill. US-\$-Kredit der Citicorp nicht vollständig zurückzahlen können. Beim Debt Equity Swap fehlen zwar die Deviseneinnahmen aus der Direktinvestition (8,0 Mill. US-\$), doch der Kredit ist vollständig getilgt (10,0 Mill. US-\$). Der finanzielle Vorteil Mexicos (2,0 Mill. US-\$) und der des Direktinvestors (2,5 Mill. US-\$) addieren sich damit zu 4,5 Mill. US-\$. Diese Summe entspricht dem realisierten Verlust der Citicorp beim Kreditverkauf am Sekundärmarkt.

Es sind somit die Aktionäre der Gläubigerbanken, die letztlich die von Direktinvestoren und Schuldnerländern vereinnahmten finanziellen Vorteile bei der Durchführung von Debt Equity Swaps bezahlen. Die prozentuale Höhe der Subvention ist eindeutig festgelegt durch den Sekundär-

¹² Vgl. insbesondere *Lerbinger* (1987), *Werrett* (1987 a) und *Chase Investment Bank* (1988).

¹³ Siehe auch *Citicorp* (1987) sowie *Franke* (1988).

marktabschluss für Länderkredite, zu dem die Gläubigerbank zum Kreditverkauf bereit und in der Lage ist. Die Höhe der vom Schuldnerland festgelegten Umtauschabschlagsquote entscheidet hingegen über die Aufteilung des finanziellen Vorteils zwischen Investor einerseits und Investitions-/Schuldnerland andererseits. Die meisten Länder nutzen die Umtauschabschlagsquote daher gleichzeitig als Instrument zur Lenkung der Direktinvestitionen in bestimmte Regionen und Wirtschaftssektoren. Zu diesem Zweck wird die Abschlagsquote – je nach den national gewünschten Investitionsschwerpunkten – von Fall zu Fall zwischen in der Regel 0 und 30 Prozent festgesetzt¹⁴. Niedrige Quoten implizieren, daß die Regierung des Investitionslandes im Interesse der Durchführung des Projektes auf einen Teil ihres finanziellen Vorteils zugunsten des Direktinvestors verzichtet.

Wie schon aus dieser knappen Kennzeichnung aktueller Schuldenkonversionsprogramme deutlich geworden sein dürfte, werden Debt Equity Swaps somit in den genehmigungswilligen Entwicklungsländern selbst durchaus nicht nur als Instrument des Abbaus von Auslandsschulden begriffen. In Chile und neuerdings auch in Brasilien steht dieses Ziel zwar im Vordergrund des Programms; in Argentinien und Mexiko beispielsweise wird die Rolle des nationalen Swap-Programms für das Schuldenmanagement jedoch als vernachlässigenswert gering angesehen¹⁵. Im Mittelpunkt stehen dort vielmehr – wie in anderen Entwicklungsländern auch – die Ziele, mit Hilfe von Schuldenkonversionen die ausländischen Direktinvestitionen zu steigern, zumindest einen Teil des privaten Fluchtkapitals ins Land zurückzuholen und zugleich den wenig leistungsfähigen öffentlichen Sektor partiell zu privatisieren.

Debt Equity Swaps stellen somit für die Mehrzahl der an Schuldenkonversionen interessierten Länder der Dritten Welt ein interessantes neues Instrument dar, das allem Anschein nach eine Vielzahl entwicklungspolitischer Ziele gleichzeitig zu fördern verspricht. Seine Konstruktion ist verblüffend einfach und auf den ersten Blick geradezu genial. Direktinvestoren werden mit hohen Subventionen, die nicht von den Entwicklungsländern selbst, sondern letztlich von den am Sekundärmarkt verkaufenden Gläubigerbanken finanziert werden¹⁶, zu neuen Investitionen in den hochverschul-

¹⁴ Vgl. beispielsweise zur mexikanischen Praxis der Fixierung des Konversionsabschlags *Lerbinge* (1987), S. 596, *Werrett* (1987a), S. 38 sowie *Foncerrada* (1988), S. 53. Im Durchschnitt lagen die Umtauschabschlagsquoten in Mexiko bei 15%, in Chile bei 11%, bei den brasilianischen Auktionen zwischen 13 und 32% und beim argentinischen Swapprogramm zwischen 38 und 58%. Vgl. *Bergsman* und *Edisis* (1988), S. 21.

¹⁵ Vgl. *Foncerrada* (1988), S. 52.

¹⁶ Siehe *Citicorp* (1987), S. 2.

deten, illiquiden Ländern der Dritten Welt ermutigt. Dabei wird die wachsende Bedeutung von ausländischem Beteiligungskapital ganz bewußt in Kauf genommen in der vermutlich begründeten Annahme und Hoffnung, daß in nationalen Vermögenswerten engagierte Banken und Unternehmen ein stärkeres Interesse an der Prosperität dieser Länder entwickeln dürften als bei einem ausschließlichen Engagement in notleidenden Krediten¹⁷.

Im folgenden soll der Versuch unternommen werden, vor dem Hintergrund der spärlichen Daten, Informationen und ersten Erfahrungen aus einzel- und gesamtwirtschaftlicher Sicht kritisch zu prüfen, ob Debt Equity Swaps tatsächlich geeignet erscheinen, die in sie gesetzten Erwartungen zu erfüllen. Dabei soll auch der Frage nachgegangen werden, welche Probleme und Risiken mit einer wachsenden Schuldenkonversion verbunden sein können und wie dem gegebenenfalls zu begegnen ist.

IV. Beurteilung aus der Sicht der Banken

Für die Banken stellen Debt Equity und Loan Swaps interessante neue Instrumente dar, die es ihnen ermöglichen, die Länderstruktur ihrer Kreditforderungen nach bankinternen Risikoeinschätzungen zu restrukturieren, bestimmte notleidende Kredite zu verkaufen und den Erlös zu reinvestieren, eigene Kreditforderungen in Eigenkapital an Unternehmen in Entwicklungsländern umzuwandeln und als Vermittler und Berater bei Schuldenkonversionen Provisionen zu verdienen¹⁸. Es kann daher auch kaum verwundern, daß es vor allem die Banken selbst waren, die die Regierungen der Hauptschuldnerländer von den Vorteilen und Möglichkeiten einer Durchführung von Debt Equity Swaps zu überzeugen suchten¹⁹.

Die größeren US-amerikanischen Kreditinstitute waren in den Jahren bis 1987 allerdings noch sehr zurückhaltend beim Verkauf eigener Kreditforderungen, da sie aufgrund unklarer Rechnungslegungsvorschriften befürchten mußten, im Falle des Verkaufs eines Teils ihrer Kreditforderungen gegenüber einem bestimmten Land, als Folge den gesamten Restbestand ihrer Forderungen dem Sekundärmarktabschlag entsprechend wertberichtigten

¹⁷ So meint auch der chilenische Finanzminister, *Hernán Büchi*, "they will have a vested interest in making this country richer, so their assets are worth more. They are going to promote the inflow of technology and help us find new export markets" in einem Interview mit *Hieronymus* (1987), S. 18. Ähnlich argumentiert auch *Bentley* (1986), S. 39.

¹⁸ Vgl. insbesondere *Berger* (1988), S. 124 und *Chase Investment Bank* (1988), S. 5 ff.

¹⁹ Vgl. *Evans* (1988a) und *Marton* (1987), S. 177 f.

zu müssen²⁰. Erst das Jahr 1987 markiert einen grundlegenden Wandel in der Marktstrategie der US-amerikanischen Kreditinstitute²¹, als sich die wichtigsten Großbanken entschlossen, ihr Eigenkapital zu erhöhen, ihre Forderungen an lateinamerikanische Schuldner um bis zu 25 Prozent im Wert zu berichtigen und damit „explizit von der Fiktion der Unmöglichkeit einer Staatsschuldnerinsolvenz“²² abzurücken. Im zweiten Halbjahr setzten zahlreiche Banken ihre Bemühungen fort, die Reserven aufzustocken und verkündeten teilweise ambitionöse Schuldenkonversionspläne, nachdem im Juni 1987 ein Kompromiß hinsichtlich der Wertberichtigung notleidender Kredite gefunden werden konnte und der Federal Reserve Board im August 1987 Modifikationen der Regulation K des Bank Holding Acts verkündete, denen zufolge US-Banken künftig in den 33 am höchsten verschuldeten Entwicklungsländern bis zu 100 Prozent des Eigenkapitals auch nichtfinanzieller Unternehmen erwerben dürfen, sofern es sich um Privatisierungen handelt und die Banken ihre Beteiligungen innerhalb von fünf Jahren wieder verkaufen²³.

Die Beteiligung von US-Banken mit eigenen Kreditforderungen an bestehenden Debt Equity Swap-Programmen hat sich seitdem spürbar belebt. Bankenvertreter sehen sich selbst zunehmend als „portfolio manager“ und betrachten die aktuelle Entwicklung als „a very radical departure from traditional bank asset management“²⁴. Insbesondere der Swap eigener Kreditforderungen in Beteiligungskapital wird als „the most challenging area of investment banking today“²⁵ angesehen. Mangelnde Kompetenz und Erfahrungen beim Erwerb von Eigentumsanteilen an nichtfinanziellen Unternehmen sucht man durch ad hoc gebildete Investmentstäbe auszugleichen, die konversionswillige Entwicklungsländer bereisen und rentable Investitionsprojekte eruieren sollen. Die meisten US-amerikanischen Banken suchen dabei vorzugsweise nach neuen oder existierenden Vorhaben im privaten Sektor, die zur Expansion auf die Zuführung neuen Kapitals angewiesen sind.

²⁰ Siehe hierzu und zu Vermutungen, daß die US-Großbanken selbst Betreiber dieser Rechnungslegungsvorschriften waren, um die Realisierung von Verlusten durch Kreditverkäufe insbesondere der US-amerikanischen Regionalbanken zu verhindern, insbesondere *Newman* (1986), S. 70.

²¹ Eine Führungsrolle kam dabei der *Citicorp*, dem am stärksten in Lateinamerika engagierten Institut, zu. Vgl. beispielsweise *Berger* (1988), S. 123 f., *Evans* (1988 a) und *Evans* (1988 b).

²² *Berger* (1988), S. 123.

²³ Vgl. hierzu beispielsweise *Evans* (1988 a), S. 8.

²⁴ *Evans* (1988 a), S. 6.

²⁵ *Peagam* (1988), S. 151.

Die privaten Banken setzen zur Zeit offenbar vor allem darauf, daß ihre Investitionen in Beteiligungskapital innerhalb weniger Jahre ohne größere Verluste wieder an andere in- oder ausländische Investoren verkauft werden können – wie die Regulation K es vorschreibt –, während bei ihren Entwicklungsländerkreditforderungen mittelfristig selbst ein regulärer Kapitaldienst in Frage gestellt zu sein scheint. Ob diese Rechnung in einigen Jahren aufgeht, wie es um die Qualität der von den Banken selektierten Projekte bestellt ist und ob die politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den Investitionsländern stabil genug bleiben, um größere Verluste oder Rentabilitätseinbußen zu vermeiden, wird gegenwärtig wohl niemand voraussagen können.

Da die Kreditinstitute in der Regel nur Minderheitsbeteiligungen erwerben und keine Management-Verantwortung übernehmen dürfen, erscheint im übrigen fraglich, ob dieselben Banken, die in den siebziger Jahren eine wenig weise Kreditvergabepolitik betrieben haben, heute eher befähigt und faktisch in der Lage sind, rentable Projekte zu identifizieren und nicht-finanzielle Unternehmen in Ländern der Dritten Welt unter anderen politischen, ökonomischen und sozialen Bedingungen erfolgreich zu führen oder zumindest wirksam zu kontrollieren²⁶. Die neue Portfoliomanagement-Strategie der US-amerikanischen Großbanken birgt somit auch erhebliche Risiken²⁷. Sie scheint vor allem für solche Kreditinstitute weniger geeignet, die nicht bereits über langjährige Erfahrungen in der Auswahl und Bewertung von Investitionsprojekten in Ländern der Dritten Welt verfügen.

V. Beurteilung aus der Sicht investitionswilliger Unternehmen

Direktinvestitionen in Ländern der Dritten Welt beinhalten aufgrund der dort gegebenen ökonomischen und politischen Rahmenbedingungen im allgemeinen deutlich höhere unternehmerische Risiken als entsprechende Investitionen in industrialisierten Ländern mit marktwirtschaftlichem Ordnungsrahmen und stabiler demokratischer Regierungsform. Es wird daher im allgemeinen auch davon ausgegangen, daß die Sicherung eines hinreichend breiten Stromes an Direktinvestitionen in diese Länder die Kompensation der vergleichsweise hohen Risiken durch entsprechend höhere

²⁶ Selbst nach Ansicht erfahrener Sekundärmarkthändler wie *Giacomo de Filippis*, Präsident des Brokerunternehmens *Giadefi*, "the idea of converting debt into equity is fine for a manufacturing company like Volkswagen but not for a bank unless it buys another financial services company, and even then the investments by US banks have been generally disastrous." Zitiert nach *Ollard* (1986), S. 73.

²⁷ Vgl. hierzu auch *Werrett* (1987 b).

Gewinnaussichten voraussetzt²⁸. Der geradezu dramatische Zusammenbruch ausländischer Direktinvestitionen in Ländern der Dritten Welt, wie er in den Jahren nach 1982 zu beobachten war und bis heute noch nicht wieder ausgeglichen werden konnte, dürfte aus dieser Sichtweise wesentlich in den mit der Schuldenkrise deutlich erhöhten Risiken einerseits und den mit der weltweiten Wachstumsschwäche und den fallenden Rohstoffpreisen gesunkenen Renditeerwartungen andererseits begründet sein.

Hier setzen nun Debt Equity Swaps an: Steuervorteilen, direkten staatlichen Subventionen oder präferenziellen Wechselkursen vergleichbar zielen sie primär auf eine Reduzierung des Fremdwährungsaufwandes für ausländische Direktinvestitionen ab und damit zugleich auf eine Erhöhung der Rentabilität der Projekte. Hierdurch soll ein größeres Volumen von Investitionsvorhaben in den für ausländische Investoren akzeptablen Rentabilitätsbereich hineinkommen und über Debt Equity Swap-Programme attrahiert werden. Darüber hinaus verdienen Debt Equity Swaps auch deshalb besondere Beachtung, weil sie in der Regel – aufgrund der in vielen Entwicklungsländern bestehenden Devisenverkehrsbeschränkungen und Investitionskontrollen und trotz der auch bei Konversionsprogrammen üblichen Genehmigungsverfahren und Auflagen – eine zumindest vergleichsweise zügige und unproblematische Durchführung des Investitionsvorhabens in Aussicht stellen.

Da die nationalen Debt Equity Swap-Programme jedoch nur die Umwandlungsmodalitäten und die präferierten Investitionsprojekte festlegen, ohne gleichzeitig an den politischen, ökonomischen und sozialen Rahmenbedingungen im Investitionsland etwas zu ändern, bleiben die vergleichsweise hohen Risiken einer Direktinvestition in Entwicklungsländern hiervon unberührt. Es ist daher durchaus denkbar, daß diese Risiken vielen Investoren als so hoch erscheinen, daß sie auch durch Debt Equity Swaps nicht zu kompensieren sind, zumal die in den Konversionsprogrammen enthaltenen Beschränkungen hinsichtlich der Gewinnbesteuerung und Kapitalrepatriierung deutlich restriktiver sind als bei einer konventionellen Direktinvestition, die über eine Devisenmarkttransaktion finanziert wird.

Für Unternehmen, die ohnedies beabsichtigen, Direktinvestitionen in solchen Ländern zu tätigen, die Debt Equity Swap-Programme aufrechterhalten, sind die Vorteile eindeutig. Für sie lassen sich je nach Projekt, Förderregion, Sekundärmarktabschluss sowie Geschick und Einfluß des Vermittlers bei der Aushandlung des Konversionsabschlages mit den nationalen Behörden zwischen 20 und 50 Prozent der Kosten sparen, die ansonsten bei erfolg-

²⁸ Vgl. hierzu insbesondere *Citicorp* (1987), S. 2 ff.

reicher Durchführung des Direktinvestitionsvorhabens verursacht worden wären. Doch auch solche Projekte, die unter anderen Bedingungen wegen zu geringer Rentabilität unterlassen worden wären, können bei ausreichender Höhe des Sekundärmarktabschlags für Länderkredite und einem von den zuständigen Behörden entsprechend niedrig festgesetzten Umwandlungsabschlag in den betriebswirtschaftlich interessanten Rentabilitätsbereich hineinkommen. Dies dürfte insbesondere für diejenigen Direktinvestitionen gelten, die bestimmte Vorhaben – wie die Erschließung von Rohstoffvorkommen oder die Erweiterung bereits bestehender Tochtergesellschaften – planen, bei denen jedoch noch Ungewißheit darüber besteht, zu welchem Zeitpunkt, in welchem von verschiedenen möglichen Ländern und/oder in welchem finanziellen Umfang die Direktinvestition durchgeführt werden soll.

Auch denjenigen privaten und institutionellen Investoren, die sich nur mit vergleichsweise geringen Beträgen und nicht für längere Zeit in Beteiligungskapital binden wollen, bieten die in den letzten Jahren rapide gewachsenen Anlagefonds in Ländern mit funktionierenden Debt Equity Swaps interessante Anlagemöglichkeiten und attraktive Renditen. Insbesondere Chile, die Philippinen, Korea, Malaysia, Thailand, Indien und neuerdings auch Brasilien lassen Finanzanlagen im Rahmen von Aktienfonds zu, die überwiegend von US-amerikanischen Großbanken gemanagt werden. Die ausgeprägte Volatilität der Aktienkurse an den Börsen in der Dritten Welt weckt offensichtlich bei vielen Banken und Unternehmen, die umfangreiche Kredite an Entwicklungsländer ausgeliehen haben, die Hoffnung, ihre Kreditverluste durch Debt Equity Swaps in Aktienfondsvermögen bei außergewöhnlich hohen Kursgewinnchancen in wenigen Jahren wieder mehr als ausgeglichen zu haben²⁹. Debt Equity Swap-Programme, die die Bildung ausländischen Aktienfondsvermögens durch Schuldenkonversion zulassen, werden daher in den kommenden Jahren eine rasch wachsende Zahl von Banken, institutionellen Anlegern, Unternehmen und privaten Spekulanten anlocken und den Entwicklungsländern auf diese Weise erhebliche Devisenbeträge zuführen. Den Gewinnchancen einer solchen Finanzanlage stehen jedoch politische und ökonomische Risiken gegenüber, die angesichts der chronisch instabilen Wirtschafts- und Gesellschaftssysteme insbesondere der Hauptschuldnerländer nicht hoch genug veranschlagt werden können.

²⁹ Vgl. auch *Chase Investment Bank* (1988), S. 6f. Selbst Schuldenbroker wie *Martin Schubert* von der European Inter American Finance Corp. (Eurinam) stehen wachsenden Bankenengagements in Entwicklungsländerfonds sehr skeptisch gegenüber: "Banks may find themselves jumping from the frying pan into the fire." Zitiert nach *French* (1987), S. 120.

VI. Beurteilung aus der Sicht der Schuldnerländer

Die meisten der existierenden Debt Equity Swap-Programme bezwecken primär eine Belebung der ausländischen Direktinvestitionen und damit zugleich die Auslösung positiver Wachstums- und Beschäftigungsimpulse. Ob diese Zielsetzung bislang allerdings erreicht werden konnte, ist in Wissenschaft und Praxis umstritten. Während vor allem Bankenvertreter behaupten, Debt Equity Swaps führten zu Investitionen "that would probably not be made at this time if the programme did not exist"³⁰, meinen Kritiker: "In nine out of ten swaps, it is one big rip-off. The investment would have come in anyway, and with a swap the central bank is saddled with paying an unnecessary subsidy to provide the local currency."³¹ Tatsächlich dürften Mitnahmeeffekte bei weitem überwiegen, so daß es lediglich zu marginalen Direktinvestitionssteigerungen kommt. Zum einen wird ein Teil der Investitionsprojekte durch Debt Equity Swaps offenbar nur zeitlich vorverlagert. Zum anderen werden eine Reihe von Direktinvestitionsvorhaben lediglich von anderen Entwicklungsländern umgelenkt auf solche Staaten, die Schuldenkonversionsprogramme anbieten. Zu berücksichtigen ist auch, daß ein mittlerweile erheblicher Teil der Investitionen auf direkte Schulden swaps durch Gläubigerbanken entfällt, die als Direktinvestoren zunehmend an die Stelle privater Unternehmen getreten sind. Wenn diese Banken in wenigen Jahren versuchen werden, ihre Beteiligungen wieder an private ausländische Unternehmen zu verkaufen, werden den Entwicklungsländern entsprechende Mittelzuflüsse fehlen, und es wird sich zeigen, daß ein Teil der Direktinvestitionsströme lediglich zeitlich vorgezogen worden ist.

Höhe und Struktur ausländischer Direktinvestitionen sind stets durch eine Vielzahl von Faktoren determiniert. Neben absatz- und beschaffungsstrategischen Überlegungen der Investoren spielen Kostengesichtspunkte, aber auch die Einschätzung politischer Risiken, die Währungs- und Wechselkursstabilität sowie Unterschiede in der Belastung mit Steuern, Abgaben und Umweltauflagen eine bedeutende Rolle. Die Vorteile, die Debt Equity Swaps bei der Finanzierung und Abwicklung von Direktinvestitionen bieten, sind daher stets nur ein Faktor unter vielen gleichrangigen, die die Entscheidungen von Unternehmen beeinflussen. Ihre Wirkungen sollten daher auch nicht überschätzt werden, zumal besonders günstige ökonomische und politische Bedingungen für Direktinvestitionen typischerweise ohnedies

³⁰ Werrett (1987 a), S. 38.

³¹ Rudiger Dornbusch vom Massachusetts Institute of Technology, zitiert nach Marton (1987), S. 177. Eine eher optimistische Sicht der durch Debt Equity Swaps erzielbaren Direktinvestitionseffekte vertreten hingegen beispielsweise Morgan Guaranty Trust Company (1987 b), Bergsman und Edisis (1988) sowie Peters (1989).

gerade in solchen Ländern anzutreffen sind, die sich auch den marktorientierten Debt Equity Swaps gegenüber aufgeschlossen zeigen.

Schuldenkonversionen zielen nicht nur auf eine Belebung der Investitionstätigkeit von Ausländern; einige Länder wollen mit der Öffnung der Swap-Fenster für Inländer erklärtermaßen auch einen Beitrag zur Repatriierung nationalen Fluchtkapitals leisten³². Die Erfolgsaussichten hierfür dürften indes denkbar schlecht sein. Einerseits nämlich wird mit Schuldenkonversionen lediglich an den Symptomen kuriert, ohne die Ursachen politischer und ökonomischer Instabilität, die der privaten Kapitalflucht letztlich zugrunde liegen, selbst zu bekämpfen. Andererseits ist bei Debt Equity Swaps aufgrund des komplizierten behördlichen Genehmigungs- und Abwicklungsprozesses die Anonymität derjenigen nicht mehr gewährleistet, die in der Vergangenheit Devisen überwiegend illegal außer Landes gebracht haben. Ein spürbarer Beitrag zur Rückführung privater Fluchtgelder kann daher von Debt Equity Swaps auch nur dann erwartet werden, wenn die ökonomischen und politischen Rahmenbedingungen an sich „stimmen“ und es der staatlichen Wirtschaftspolitik gelungen ist, das Vertrauen der inländischen Investoren zurückzugewinnen. Solange diese Voraussetzung nicht erfüllt ist, dürften die Kapitalrepatriierungseffekte von Debt Equity Swap-Programmen marginaler Natur bleiben.

Die bei der Rückführung von Fluchtgeldern bislang gemachten Erfahrungen sind daher auch alles in allem enttäuschend. Zwar wird für Chile behauptet, es gäbe „some evidence of a significant return of flight capital“³³, tatsächlich jedoch gehört gerade Chile zu jenen Ländern, die von keiner Kapitalflucht größeren Ausmaßes betroffen waren. Auch von mexikanischer Seite wurde behauptet, das Programm habe sich zu einem bedeutsamen Repatriierungsmechanismus entwickelt. Vertreter des Finanzministeriums tätigten allerdings lediglich „a couple of operations with Mexicans where we know they have used part of the money that they have had abroad to buy the pesos“³⁴. Auch für Brasilien kann trotz gegenteiliger Meldungen über erste partielle Repatriierungserfolge³⁵ bestenfalls von einer Verminderung des Tempos der Kapitalflucht gesprochen werden.

Angesichts der geradezu strategischen Bedeutung, die der Kapitalflucht für die Erklärung der Höhe der Entwicklungsländerschulden zukommt³⁶,

³² Vgl. auch *Morgan Guaranty Trust Company* (1987b).

³³ *Schubert* (1987), S. 19.

³⁴ *Foncerrada* (1988), S. 52.

³⁵ Nach Statistiken des *Banco Central* sollen die Repatriierungen von Fluchtkapital nach 110 bis 158 Mill. US-\$ jährlich im Zeitraum von 1981 bis 1984 im Jahr 1985 erstmals auf 263 Mill. US-\$ und 1986 sogar auf 637 Mill. US-\$ gestiegen sein. Dem steht allerdings weiter anhaltende Kapitalflucht gegenüber.

muß der bisherige Beitrag von Debt Equity Swaps zur Rückführung und Reinvestition der Fluchtgelder enttäuschen. Wie die in Tabelle 2 ausgewiesenen rechnerischen Anteile der Schuldenkonversionen in Prozent der ausländischen Fluchtkapitalanlagen für zehn Länder zeigen, kann allein aufgrund dieser globalen Schätzungen bisher höchstens für Chile und Brasilien von einer gewissen Bedeutung der Swap-Programme für die Repatriierung von Fluchtkapital ausgegangen werden. Selbst unter der – zweifellos zu optimistischen – Annahme, daß rund ein Drittel der 14,55 Mrd. US-\$, die seit 1982 konvertiert wurden, offene oder über ausländische Unternehmen versteckt repatriierte Fluchtgelder betreffen, liegt der Anteil der Kapitalrückführung bei lediglich 1,8% des bislang im Ausland angesammelten Fluchtkapitalvermögens der zehn Länder mit Debt Equity Swap-Programmen, das nach jüngsten Schätzungen³⁷ auf etwa 273 Mrd. US-\$ zu veranschlagen ist.

Auch die Bedeutung von Debt Equity Swaps für den Abbau der Auslandsverschuldung ist für die meisten Schuldnerländer bisher vernachlässigenswert gering. Allerdings legen die gemachten Erfahrungen die Vermutung nahe, daß diejenigen Länder, die Debt Equity Swaps in breiterem Umfang als Instrument zur Finanzierung von Direktinvestitionen einsetzen, ihre Kreditwürdigkeit spürbar verbessern können³⁸ und damit auch in Umschuldungsrunden mit Banken und Regierungen eine deutlich bessere Verhandlungsposition haben. Wie die in Tabelle 2 ausgewiesenen Schätzungen zum Anteil der Schuldenkonversionen an den Bankverbindlichkeiten zeigen, kommt den Debt Equity Swap-Programmen lediglich in Bolivien, Brasilien, Chile und Costa Rica ein gewisser Stellenwert im Rahmen des nationalen Auslandsschuldenmanagements zu. Dagegen sehen gerade einige der Hauptschuldnerländer wie Mexico, Argentinien³⁹ und Venezuela Debt Equity Swaps primär als Mittel zur Stimulierung und Förderung von Investitionen in exportorientierten Industriezweigen, nicht jedoch "in any way linked to the foreign debt problem"⁴⁰.

Große und sicherlich nicht unberechtigte Hoffnungen gründen sich auf die Chance, mit Hilfe von Debt Equity Swaps eine Privatisierung und Effi-

³⁶ Vgl. beispielsweise *Morgan Guaranty Trust Company* (1986a), S. 14.

³⁷ Zum Schätzverfahren siehe *Morgan Guaranty Trust Company* (1988), S. 9.

³⁸ Vgl. jedoch die Untersuchung von *Schinke* (1987), die den Schluß nahelegt, daß sich die internationale Kreditwürdigkeit durch konventionell finanzierte Direktinvestitionen stärker verbessern läßt.

³⁹ Nach Äußerungen eines argentinischen Regierungsvertreters "capitalization is not aimed at reducing the foreign debt by any significant amount, but is a mechanism to stimulate investment in the private sector." Zitiert nach *Coone* (1988), S. 81.

⁴⁰ *Foncerrada* (1988), S. 52.

zinssteigerung der in vielen Schuldnerländern anzutreffenden staatlichen und halbstaatlichen Sektoren herbeiführen zu können⁴¹. Die Maßnahmen sind noch zu jung und die vorliegenden Informationen zu dürftig, um über erste Erfahrungen urteilen zu können. Zielvorstellungen und Erfolgsaussichten scheinen bislang jedoch kaum weniger weit auseinanderzuklaffen als bei der angestrebten Repatriierung nationalen Fluchtkapitals. Selbst das chilenische Regime, das auch bei der Privatisierung öffentlicher Unternehmen seit 1985 eine Vorreiterrolle spielt, hat lediglich einen Bruchteil seines Auslandsschuldenabbaus durch Privatisierungen von Staatsbetrieben oder Verkauf von Staatsbeteiligungen finanziert⁴².

Die bisherige Erfolgsbilanz der durchgeführten Programme ist also mit Blick auf alle angestrebten Zielsetzungen – mit Ausnahme der langfristigen erhofften positiven Wirkungen einzelner Privatisierungsmaßnahmen durch Schuldenkonversionen – mehr als enttäuschend. Es kommt hinzu, daß die von einigen Ländern wie Brasilien, Chile, Mexiko und den Philippinen in größerem Umfang durchgeführten Swaps unerwünschte monetäre, fiskalische und allokativen Wirkungen zeigen.

Eine Gefahr, die schon früh gesehen, in ihrer praktischen Bedeutung jedoch weit unterschätzt worden ist, liegt darin begründet, daß Debt Equity Swaps expansive Geldmengeneffekte auslösen, wenn die privaten oder öffentlichen Schuldner den ausländischen Investoren Landeswährung in entsprechender Höhe zur Verfügung stellen und diese Mittel durch Zentralbank- und/oder Geschäftsbankenkredite beschafft werden. Da die so bereitgestellten Mittel von den Investoren praktisch ausschließlich auf den inländischen Güter-, Faktor- und Kapitalmärkten nachfragewirksam eingesetzt werden, steigen in der Regel vergleichsweise rasch auch die Güter- und Faktorpreise sowie – bei Fondsanlagen – die Anleihe- und Aktienkurse. Eine geldpolitische Neutralisierung der durch Schuldenkonversionen ausgelösten Geldmengeneffekte dürfte zu Zinssteigerungen und einem unerwünschten „crowding-out“ inländischer Investoren führen. Den gleichen Effekt haben Versuche, die Schuldenswaps geldmengenneutral, d. h. durch Inanspruchnahme des privaten Kapitalmarktes, zu finanzieren⁴³. Die staatliche Wirtschaftspolitik sieht sich somit vor das Dilemma gestellt, eine

⁴¹ Vgl. beispielsweise *Nair* und *Frazier* (1987), *Hemming* und *Mansoor* (1988) sowie *Pfeffermann* und *Weigel* (1988).

⁴² Chile reduzierte von 1985 bis November 1988 seine Auslandsschulden um 5,84 Mrd. US-\$, davon 2,34 Mrd. US-\$ durch Debt Equity Swaps. Jeweils die Hälfte des Schuldenabbaus entfiel auf öffentliche und private Schuldner. Neben Schuldentrückerkäufen und anderen Mechanismen wurden Privatisierungen im Wert von 1 Mrd. US-\$ durchgeführt.

⁴³ Siehe auch *Blackwell* und *Nocera* (1988), S. 16 f.

Beschleunigung der Inflation hinzunehmen oder eine Verdrängung der inländischen Wirtschaftssubjekte vom Kapitalmarkt zu dulden.

In Tabelle 2 wurde anhand eines zugegebenermaßen sehr groben Indikators der Versuch unternommen, die potentielle monetäre Belastung der Volkswirtschaften einiger Entwicklungsländer durch Swap-Programme zu messen, indem das Nominalvolumen der von 1982 bis 1988 durchgeführten Schuldenkonversionen in nationale Währung umgerechnet und zur umlaufenden Geldmenge in Beziehung gesetzt wurde. Wie die Berechnungen zeigen, kann schon bei den vergleichsweise geringen bisherigen Konversionsvolumina von marginalen Effekten keine Rede mehr sein. Entsprechend schwierig dürfte sich daher auch die gemeinhin als problemlos unterstellte⁴⁴ geldpolitische Neutralisierung der Geldmengenexpansion erweisen, zumal die Regierungen in den meisten dieser Länder ohnedies in einem Umfeld weiter steigender inflationärer Erwartungen agieren müssen.

Es kommt hinzu, daß für die Mehrzahl der betroffenen Länder der Entwicklungsstand der nationalen Finanzmärkte in offensichtlich eklatantem Mißverhältnis zum Ausmaß der erreichten externen Verschuldung steht. Eine geräuschlose und makroökonomisch unproblematische Neutralisierung der geldpolitischen Effekte quantitativ bedeutsamer Konversionsprogramme kann daher für keines der Hauptschuldnerländer unterstellt werden. Es kann daher auch nicht verwundern, daß gerade die Furcht vor inflationfördernden Geldmengeneffekten die Hauptursache für die schleppende Abwicklung der Debt Equity Swap-Programme Ecuadors⁴⁵, der Philippinen⁴⁶, Mexicos⁴⁷ und neuerdings Brasiliens⁴⁸ war.

Debt Equity Swaps haben jedoch nicht nur monetäre, sondern auch weitreichende fiskalpolitische Konsequenzen, die bis vor kurzem in Wissenschaft und Praxis unbeachtet geblieben sind⁴⁹. Werden nämlich die den Ausländern zur Verfügung gestellten Mittel über den öffentlichen Haushalt gegen Darlehen von Geschäftsbanken oder inländische Staatsanleihen

⁴⁴ Vgl. beispielhaft Maier (1987), S. 507; Schmidt (1987), S. 404; Morgan Guaranty Trust Company (1987b), S. 13; Chase Investment Bank (1988), S. 11; Hieronymus (1988), S. 59 und Neuber (1988), S. 844.

⁴⁵ Vgl. Whitelaw (1987), S. 135.

⁴⁶ Vgl. Gourlay (1988).

⁴⁷ Vgl. Foncerrada (1988).

⁴⁸ Vgl. Dawnay (1988), Cohen (1988) und Barham (1988b).

⁴⁹ Nur beispielhaft sei die unhaltbare Behauptung einer führenden US-amerikanischen Großbank zitiert: "To developing countries, debt to equity conversion is a way to offer foreign investors a substantial incentive *with no budgetary cost* ... this incentive does not result in any of the fiscal costs associated with tax concessions and subsidies." Citicorp (1987), S. 3, Hervorh. vom Verf.

beschafft, übersteigen die Ausgaben des Staates für Zinsen und Tilgung rasch die frühere Belastung aus dem Kapitaldienst für Auslandsschulden, und zwar angesichts der begrenzten Absorptionsfähigkeit der Kapitalmärkte in den Entwicklungsländern in einem solchen Ausmaß, daß entweder andere Ausgaben im Interesse der Direktinvestitionsförderung gestrichen oder die Haushaltsdefizite erhöht und somit noch stärker inflationär finanziert werden müssen⁵⁰. Aus eben diesen Gründen sah sich die mexikanische Regierung schon im Herbst 1987 gezwungen, das Swap-Fenster vorübergehend zu schließen. Auch die philippinische Zentralbank verhängte erstmals im Februar 1988 strenge Kontingente für die Konversion staats-eigener Kredite⁵¹.

Eine weitere Gefahr ist in der Möglichkeit der Fehllenkung von Ressourcen zu sehen. Da Debt Equity Swap-Programme faktisch zu einem gespaltenen Wechselkurssystem mit präferentiellen Kursen für Direktinvestitionen führen, werden für In- und Ausländer starke Anreize gesetzt, zunächst Kapital zu exportieren, um es anschließend wieder mit Gewinn zu importieren⁵². Es läßt sich derzeit noch nicht beurteilen, wie groß die praktische Bedeutung eines hierdurch ausgelösten sogenannten „round-tripping“ in- und ausländischen Kapitals tatsächlich ist, die Gefahr einer solchen dysfunktionalen Ausnutzung bestehender Debt Equity Swap-Programme ist jedoch zweifellos in hohem Maße gegeben.

Zu diesen monetären, budgetären und allokativen Problemen dürften zumindest auf mittlere Sicht auch wachsende innenpolitische Schwierigkeiten kommen. Dafür sprechen die schon heute zahlreichen kritischen Stimmen in den Entwicklungsländern zur Privatisierung öffentlicher Unternehmen und die Opposition breiter Kreise gegen eine stärkere Beteiligung von Ausländern am nationalen Produktivvermögen im allgemeinen und gegen Debt Equity Swaps im besonderen⁵³. Regierungswechsel in diesen Ländern können daher schnell einen grundlegenden Wandel in der Einstellung gegenüber Schuldenkonversionen durch US-amerikanische Großbanken und multinationale Konzerne zur Folge haben. Auch die üblichen Höchstgrenzen für ausländische Beteiligungen an inländischen Unternehmen und die zum Teil äußerst restriktiven Vorschriften zur Mittelverwendung belegen deutlich die Sorge der nationalen Regierungen, durch Debt Equity

⁵⁰ Vgl. hierzu insbesondere *Foncerrada* (1988), aber auch *Blackwell* und *Nocera* (1988), S. 17.

⁵¹ Vgl. *Gourlay* (1988).

⁵² Vgl. auch *Group of Thirty* (1987) sowie *Dawnay* (1988) zu den jüngsten brasilianischen Erfahrungen.

⁵³ Vgl. auch *Peagam* (1988), S. 147; *Morgan Guaranty Trust Company* (1987b); *Lerbing* (1987), S. 596.

Swaps in der Zukunft wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum und Kontrollmöglichkeiten zu verlieren. Was die meisten Länder fürchten, scheint der chilenischen Regierung allerdings gerade recht zu sein und die bemerkenswerte Kontinuität und Konsequenz des dortigen Debt Equity Swap-Programms zu erklären: Die konservative Militärregierung scheint nämlich geradezu darauf zu bauen, "that foreign institutional investors would form a powerful pressure group on any future government to maintain current economic policies"⁵⁴.

VII. Kritische Würdigung und Konsequenzen

Debt Equity Swaps stellen aus einzelwirtschaftlicher Perspektive ein überaus interessantes neues Finanzierungsinstrument dar, das Banken wie Unternehmen neue Handlungsmöglichkeiten eröffnet und ökonomische Vorteile bietet. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive sind Debt Equity Swaps hingegen sehr viel kritischer zu beurteilen. Angesichts der bei Schuldenkonversionen größeren Umfangs zu erwartenden monetären, budgetären und allokativen Probleme muß der mögliche Beitrag von Debt Equity Swaps zur Lösung des internationalen Schuldenproblems auch auf Jahrzehnte hinaus marginaler Natur bleiben. Eine, gemessen an der stattgefundenen Kapitalflucht quantitativ spürbare Repatriierung von Fluchtgeldern ist bis jetzt weder zu registrieren noch überhaupt zu erwarten, solange nicht die eigentlichen Ursachen der Kapitalflucht an der Wurzel bekämpft werden. Eine dauerhafte Förderung zusätzlicher Direktinvestitionen ist nur in begrenztem Umfang zu vermuten; der beobachtbare Anstieg des Kapitalimports dürfte überwiegend auch ohne Debt Equity Swaps stattgefunden und in hohem Maße Mitnahmeeffekte zu Lasten der Schuldnerländer induziert haben. Gesamtwirtschaftlich positive Wirkungen werden Debt Equity Swaps vor allem dann entfalten, wenn sie zu einer beschleunigten Privatisierung der wenig leistungs- und wettbewerbsfähigen Staatsbetriebe vieler Länder beitragen. Auch dürften sie nach den bisher in Chile gemachten Erfahrungen helfen, die Kreditwürdigkeit des Schuldnerlandes zu verbessern und seine Exportfähigkeit zu steigern. Diesen positiven Effekten dürften jedoch in nicht allzu ferner Zukunft wachsende innenpolitische Widerstände gegen eine Überfremdung der nationalen Volkswirtschaften gegenüberstehen. Da Schuldenkonversionen darüber hinaus erhebliche geld- und fiskalpolitische Probleme aufwerfen, ist kaum anzunehmen, daß die ohnehin wirtschaftlich angeschlagenen und politisch destabilisierten Hauptschuldnerländer in der Dritten Welt einen auf breiter Basis stattfindenden

⁵⁴ Mark (1988), S. 68.

Schuldenkonversionsprozeß werden beherrschen können und ohne Schaden für ihr ökonomisches und politisches System zu bewältigen vermögen.

Soweit muß und dürfte es allerdings erst gar nicht kommen. Vielmehr ist zu erwarten, daß die Regierungen insbesondere der am höchsten verschuldeten Entwicklungsländer die bestehenden Schuldenkonversionsprogramme in den kommenden Jahren aufgrund innenpolitischen Drucks immer wieder werden ändern, vorübergehend reduzieren oder einfrieren müssen. Zwar ist durchaus nicht auszuschließen, daß insgesamt das von Experten gesehene Konversionspotential von weltweit 40 bis 60 Mrd. US-\$ existiert⁵⁵. Angesichts der bislang gemachten Erfahrungen und zu erwartenden Probleme kann jedoch keine Rede davon sein, das Marktpotential sei „nahezu unbegrenzt“⁵⁶ und Debt Equity Swaps eröffneten „einen Weg aus der Schuldenkrise“⁵⁷, so daß gegen Ende dieses Jahrhunderts „the LDCs could well become the newly-developed countries – the NDCs“⁵⁸.

Zusammenfassend läßt sich somit feststellen: Debt Equity Swaps sind kein Allheilmittel der Entwicklungspolitik oder des Schuldenmanagements. Sie eignen sich aufgrund ihrer monetären, budgetären und allokativen Nebenwirkungen nur zu einem schwach dosierten Einsatz und vermögen ihre positiven Effekte nur dann zu entfalten, wenn die politischen und ökonomischen Rahmenbedingungen ohnedies ein günstiges Investitionsklima der Stabilität und des Vertrauens garantieren. Ist diese *conditio sine qua non* jedoch erfüllt, scheinen Debt Equity Swaps – wie bislang allerdings nur die Erfahrungen Chiles zeigen – durchaus geeignet, Schuldenabbau, Kapitalrepatriierung, Direktinvestitionen und Privatisierungen wirksam zu fördern und zu forcieren.

Banken und Investoren sollten daher ihren in den siebziger Jahren getroffenen massiven Fehlentscheidungen nicht neue folgen lassen und bei Direktinvestitionen über Debt Equity Swaps trotz verlockender Subventionen stets die gesamten wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen im Investitionsland unter Berücksichtigung jederzeit möglicher Regierungswechsel und grundlegender Änderungen der nationalstaatlichen Wirtschaftspolitik in ihr Kalkül einbeziehen. Die Schuldnerländer sollten keine übertriebenen Erwartungen in die Erfolgsaussichten von doch nur in begrenztem Umfang durchführbaren Debt Equity Swap-Programmen setzen

⁵⁵ Vgl. Fröhlich (1987) und Marton (1987), S. 180. Newman (1986), S. 72, erwartet gar, daß innerhalb der nächsten zehn Jahre 125 bis 150 Mrd. US-\$ Entwicklungsländerschulden in Beteiligungskapital umgewandelt werden.

⁵⁶ Maier (1987), S. 507.

⁵⁷ Ebenda; ähnlich optimistisch äußert sich auch Neuber (1988), S. 844.

⁵⁸ Newman (1986), S. 72.

und durch einen wohldosierten Einsatz dieses Instruments verhindern, daß Schuldenkonversionen den ungebremsten Inflationsprozeß in ihren Ländern weiter anheizen und die öffentlichen Haushalte bankrottieren. Die nationalen Währungsbehörden in den industrialisierten Ländern wären gut beraten, die Abwicklung direkter Debt Equity Swaps durch Großbanken, die auf diese Weise versuchen, frühere Kreditverluste durch riskante Portfolioinvestitionen hereinzuholen, aufmerksam zu beobachten und gegebenenfalls nur sehr restriktiv zu genehmigen. Die Regierungen der Gläubigerländer und die supranationalen Organisationen sollten sich von Debt Equity Swap-Programmen einzelner Entwicklungsländer keinen spürbaren Beitrag zur Bewältigung des internationalen Schuldenproblems versprechen; sie sollten deshalb andere, erfolgversprechendere Ansätze um so ernsthafter prüfen und um so rascher in die Tat umsetzen.

*Tabelle 1: Schuldenkonversionen im Rahmen von Debt Equity Swap-Programmen
in Milliarden US-Dollar*

Land	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Insgesamt
Argentinien	-	-	0.10	0.40	-	-	0.50	1.00
Bolivien	-	-	-	-	-	-	0.06	0.06
Brasilien	0.14	0.45	0.75	0.58	0.21	0.46	4.70	7.30
Chile	-	-	-	0.03	0.17	1.26	0.88	2.34
Costa Rica	-	-	-	-	0.04	0.15	0.10	0.30
Ecuador	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.20
Mexico	-	-	-	-	0.60	1.10	0.70	2.40
Nigeria	-	-	-	-	-	-	0.04	0.04
Philippinen	-	-	-	-	0.03	0.35	0.15	0.50
Venezuela	-	-	-	-	-	0.20	0.20	0.40
Summe 10 Länder	0.14	0.45	0.85	1.01	1.05	3.62	7.43	14.55

Quelle: Eigene Schätzungen nach Meldungen in *Euromoney*, *Institutional Investor*, *Financial Times* und *Handelsblatt*.

Tabelle 2: Gesamtwirtschaftliche Bedeutung bisheriger Debt Equity Swap-Programme

	Schuldenkonversion in Mrd. US \$	Schuldenkonversion in % der nationalen			Nachrichtlich: Bankschulden in % der nationalen Geldmenge
		Kapitalflucht	Geldmenge	Bankschulden	
Argentinien	1.00	2.2	7.1	3.1	229.3
Bolivien	0.06	3.0	14.3	9.4	152.4
Brasilien	7.30	23.5	37.7	9.0	418.5
Chile	2.34	117.0	53.9	16.7	323.3
Costa Rica	0.30	N.V.	19.1	33.3	57.3
Ecuador	0.20	2.9	10.6	3.7	287.2
Mexico	2.40	2.9	10.4	3.2	321.9
Nigeria	0.04	0.2	0.6	0.4	144.4
Philippinen	0.50	2.2	7.5	3.5	213.2
Venezuela	0.40	0.7	2.7	1.6	166.6
Summe 10 Länder	14.55	5.3	15.6	5.6	275.9

Quelle: Eigene Berechnungen und Schätzungen. Fluchtkapitalvermögen Ende 1987 nach Schätzungen der *Morgan Guaranty Trust Company* (1988), S. 9; Geldmenge (Money + Quasi-Money) Ende 1986 (Brasilien Ende 1985 und Chile Mitte 1985) nach *International Monetary Fund* (1989), passim; Auslandsverbindlichkeiten gegenüber Banken Ende 1986 (revised data) nach *Organisation for Economic Co-operation and Development/ Bank for International Settlements* (1988).

Literaturverzeichnis

- Barham*, John (1988a): Brazil's debt conversion auction goes well, in: *Financial Times* vom 31. März. – *Barham*, John (1988b): Brazil to continue debt conversions, in: *Financial Times* vom 20. Dezember. – *Bentley*, Richard J. (1986): Debt Conversion in Latin America, in: *Columbia Journal of World Business*, Vol. 21, S. 37 - 40. – *Berger*, Walter (1988): Neue Ansätze im Schuldenmanagement für Entwicklungsländer, in: *Sparkasse*, 105. Jg., H. 3, S. 123 - 129. – *Bergsman*, Joel und *Edisis*, Wayne (1988), Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America, *International Finance Corporation*, Discussion Paper Number 2, Washington, D.C. – *Blackwell*, Michael und *Nocera*, Simon (1988): Effekte der Umwandlung von Darlehen in Beteiligungskapital, in: *Finanzierung & Entwicklung*, 25. Jg., H. 2, S. 15 - 17. – *Chase Investment Bank* (1988): Corporate Financial Strategies in Latin America, in: *King*, P. (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. S1 - S12. – *Citicorp* (1987): Financing Alternatives in Developing Countries, in: *Euromoney*, Sponsored Supplement, Sept., S. S1 - S8. – *Cohen*, Roger (1988): Brazil May Stop Debt Swaps, Fearing They Stoke Inflation, in: *The Wall Street Journal*, Europe, vom 22. November. – *Coone*, Tim (1988): Waiting for the green light, in: *King*, P. (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. 81 - 85. – *Dawnay*, Ivo (1988): Brazil tackles debt conundrum, in: *Financial Times* vom 15. September. – *Evans*, Richard (1987): New Debts for old – and the Swapper is King, in: *Euromoney*, September, S. 72 - 112. – *Evans*, Richard (1988a): Bankers proceed cautiously with debt/equity strategy, in: *King*, P. (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. 5 - 16. – *Evans*, Richard (1988b): Anomalous but profitable, in: *King*, P. (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. 25 - 31. – *Evans*, Richard (1988c): A side-door into equity investment, in: *King*, P. (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. 34 - 41. – *Fidler*, Stephen (1987): Warning on growth of debt swaps, in: *Financial Times* vom 10. Juli. – *Foncerrada*, Luis (1988): Why the Mexicans are cautious about swaps, in: *King*, P. (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. 52 - 53. – *Franke*, Günter (1988): Debt-Equity Swaps aus finanzierungstheoretischer Perspektive, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 58. Jg., S. 187 - 197. – *French*, Martin (1987): Swapping Debt – Just Hot Air?, in: *Euromoney*, May, S. 115 - 122. – *Fröhlich*, Hans-Peter (1987): Aus faulen Krediten wird Beteiligungskapital, in: *Handelsblatt* vom 23. Dezember. – *Gourlay*, Richard (1988): Manila frustrates potential investors, in: *Financial Times* vom 26. April. – *Group of Thirty* (1987): *Finance for Developing Countries*, New York und London. – *Hemming*, Richard und *Mansoor*, Ali M. (1988): Ist Privatisierung die Antwort?, in: *Finanzierung & Entwicklung*, 25. Jg., H. 3, S. 31 - 33. – *Hieronymus*, Bill (1987): Chile – Creative Economic Management, in: *Euromoney*, Supplement to *Euromoney*, September. – *Hieronymus*, Bill (1988): Bankers cheered as the centrao holds, in: *King*, P. (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. 54 - 59. – *International Monetary Fund* (1989): *International Financial Statistics*, Vol. 17, No. 1, January. – *Keller*, Hans R. (1988): Die typischen Risiken einer Investition in einem Entwicklungsland bleiben bestehen, in: *Handelsblatt* vom 26. April. – *Lerbinger*, Paul (1987): Finanzinnovationen und Schuldenkrise, in: *Die Bank*, 27. Jg., S. 594 - 601. – *Maier*, Gerhard (1987):

Debt-Equity-Swaps – Ein Ausweg aus der Schuldenkrise?, in: Sparkasse, 104. Jg., H. 11, S. 504 - 507. – *Mark, Imogen* (1988): Foreigners find favour and incentives, in: *King, P.* (Hrsg.), *Global Debt – The Equity Solution*, Supplement to *Euromoney* and *Corporate Finance*, January, S. 64 - 68. – *Marton, Andrew* (1987): The debate over debt-for-equity swaps, in: *Institutional Investor*, Vol. 21 (Febr.), S. 177 - 180. – *Morgan Guaranty Trust Company* (1986a): LDC Capital Flight, in: *World Financial Markets*, March, S. 13 - 15. – *Morgan Guaranty Trust Company* (1986b): Note on Debt-Equity Swap Programs, in: *World Financial Markets*, September, S. 11 - 13. – *Morgan Guaranty Trust Company* (1987a): LDC Debt Realities, in: *World Financial Markets*, June/July, S. 1 - 11. – *Morgan Guaranty Trust Company* (1987b): Debt-Equity Swaps, in: *World Financial Markets*, June/July, S. 12 - 14. – *Morgan Guaranty Trust Company* (1988): LDC debt reduction: a critical appraisal, in: *World Financial Markets*, December 30, S. 1 - 12. – *Nair, Govindan und Frazier, Mark* (1987): Debt-Equity Conversion and Privatization, in: *Economic Impact*, April, S. 12 - 16. – *Neuber, Friedel* (1988): Mehr Marktwirtschaft zur Linderung der Schuldenkrise, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 41. Jg., H. 18, S. 838 - 845. – *Newman, Jay H.* (1986): LDC Debt: The Secondary Market, the Banks and New Investment in the Developing Countries, in: *Columbia Journal of World Business*, Vol. 21, S. 69 - 72. – *Nicoll, Alexander und Dawney, Ivo* (1988): Brazilian debt/equity fund from Morgan Grenfell, in: *Financial Times* vom 2. Februar. – *Ollard, William* (1986): The Debt Swappers, in: *Euromoney*, August, S. 67 - 75. – *Organisation for Economic Co-operation and Development/Bank for International Settlements* (1988): Statistics on External Indebtedness: Bank and Trade-Related Non-Bank External Claims on Individual Borrowing Countries and Territories, Paris und Basel, January. – *Osborn, Neil* (1987): Can This Dream Come True?, in: *Euromoney*, September, S. 74 - 81. – *Peagam, Norman* (1988): On the Edge of a New Wave, in: *Euromoney*, March, S. 147 - 151. – *Peters, Joerg* (1989): Anwendungsmöglichkeiten und Risiken der Swap-Finanzierungstechnik, unveröffentlichtes Manuskript, Mainz. – *Pfeffermann, Guy und Weigel, Dale R.* (1988): Der private Sektor und das politische Umfeld, in: *Finanzierung & Entwicklung*, 25. Jg., H. 4, S. 25 - 27. – *Regling, Klaus P.* (1988): Neue Finanzierungsansätze beim Management der Schuldenkrise, in: *Finanzierung & Entwicklung*, 25. Jg., H. 1, S. 6 - 9. – *Schinke, Rolf* (1987): Debt Equity Swaps, Investment, and Creditworthiness: The Chilean Example, Diskussionsbeiträge des Ibero-Amerika Instituts für Wirtschaftsforschung an der Universität Göttingen, No. 43, Göttingen. – *Schmidt, Detlef* (1987): Debt-Equity-Swaps, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 16. Jg., H. 8, S. 403 f. – *Schubert, Martin* (1987): Trading Debt for Equity, in: *The Banker*, Vol. 137 (Febr.), S. 18 - 20. – *Spieles, Wolfgang* (1987): Debt-Equity-Swaps and the Heavily Indebted Countries, in: *Intereconomics*, Vol. 22, No. 3 (May/June), S. 120 - 124. – *Werrett, Rosemary* (1987a): Shares today, not money manana, in: *Euromoney Corporate Finance*, June, S. 37 - 43. – *Werrett, Rosemary* (1987b): How to deal with Latin America, in: *Euromoney Corporate Finance*, October, S. 46 - 47. – *Whitelaw, John* (1987): Ecuador Stalls on Equity Swaps, in: *Euromoney*, January, S. 135 - 139.

Zusammenfassung

Debt Equity Swaps: Konzeption, Anwendung und Probleme

Debt Equity Swaps eröffnen Banken und investitionswilligen Unternehmen erweiterte Handlungsmöglichkeiten und bieten gegenüber konventionellen Finanzierungstechniken erhebliche Vorteile. Diese aus einzelwirtschaftlicher Sicht positive Beurteilung kann aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive nicht geteilt werden. Debt Equity Swaps erscheinen nur bedingt geeignet, die in sie gesetzten Erwartungen eines spürbaren Abbaus der Auslandsschulden, einer Stimulierung ausländischer Direktinvestitionen, einer Repatriierung von Fluchtkapital und einer effizienzsteigernden Privatisierung der verstaatlichten Entwicklungsländerindustrien zu erfüllen. Sie werfen zudem gravierende und in ihrer praktischen wirtschaftspolitischen Bedeutung bislang unterschätzte monetäre, budgetäre und allokativen Probleme auf, die einen lediglich moderaten Konversionsumfang zulassen, soll die Inflation nicht zusätzlich angeheizt und der Staatshaushalt weiter belastet werden. Auch wachsende innenpolitische Widerstände gegen ausländische Kapitalbeteiligungen lassen eine Drosselung des gegenwärtigen Tempos der Schuldenumwandlungen erwarten. Angesichts dieser Restriktionen erscheinen Debt Equity Swaps bestenfalls geeignet, einen bescheidenen Beitrag zur Bewältigung der aktuellen Probleme der Entwicklungsländer zu leisten, und auch dies nur unter der Voraussetzung, daß es den Regierungen der betroffenen Länder gelingt, politische und ökonomische Rahmenbedingungen zu gewährleisten, die das Vertrauen ausländischer Banken und Unternehmen ebenso wie das der eigenen Bürger zurückgewinnen.

Summary

Debt Equity Swaps: Concepts, Application and Problems

Debt equity swaps widen the scope of action of banks and corporations willing to invest and offer considerable advantages over conventional financing techniques. This conclusion, positive from the point of view of individual economic units, is not true in the overall economic perspective. The suitability of debt equity swaps for fulfilling the expectations placed in them, i.e. reducing foreign debts noticeably, stimulating foreign direct investment, repatriating runaway capital and raising efficiency by privatizing nationalized industries in developing countries, is apparently limited. Moreover, they pose grave monetary, budgetary and allocation problems, whose importance has been underestimated so far, that allow an only moderate extent of conversion, if inflation is not to be additionally stoked up and if the national budget is not to be put under further pressure. Growing domestic political resistance to foreign direct investment gives rise to the expectation that the present rate of debt conversion will be slowed as well. In view of these constraints, the best debt equity swaps can be hoped to achieve is to render a modest contribution to getting the acute problems encountered by developing countries under control; moreover, this hope will become reality only if the governments of the affected countries succeed in ensuring political and economic framework conditions apt to regain the confidence of foreign banks and corporations as well as of their own nationals.

Résumé**Debt equity swaps: conception, utilisation et problèmes**

Les debt equity swaps ouvrent des latitudes plus larges aux banques et aux entreprises désireuses d'investir et offrent d'énormes avantages à comparé aux techniques de financement conventionnelles. Cette appréciation, positive du point de vue microéconomique, ne l'est pas du point de vue macroéconomique. On s'attend à ce que les debt equity swaps réduisent considérablement les dettes envers l'étranger, stimulent les investissements directs étrangers, rapatrient les capitaux s'évadant et poussent à la privatisation des industries nationalisées des pays en voie de développement en vue d'augmenter leur rendement. Les debt equity swaps ne semblent cependant répondre que jusqu'à un certain point à ces attentes. En outre, ils soulèvent des problèmes monétaires, budgétaires et d'allocation graves et jusqu'à présent sous-évalués quant à leur signification politico-économique pratique, qui permettent uniquement une conversion modérée, si l'on veut que l'inflation ne s'attise pas davantage et que le budget public ne soit pas encore plus accablé. On doit également s'attendre à ce que la vitesse actuelle des conversions des dettes se réduise à cause des oppositions politiques intérieures croissantes aux participations étrangères par apport de capital. Vu ces restrictions, les debt equity swaps paraissent tout au plus capables de contribuer modestement à surmonter les problèmes actuels des pays en voie de développement et ceci, seulement si les gouvernements des pays concernés parviennent à assurer des conditions-cadres politiques et économiques, leur permettant de regagner la confiance des banques et des entreprises étrangères ainsi que celle de leurs propres citoyens.