

Neuere Ansätze zur Beteiligung des Privatsektors an der Lösung internationaler Verschuldungskrisen

Als Folge der mexikanischen Verschuldungsprobleme von 1994/95 und verstärkt durch die nachfolgenden ähnlichen Krisen anderer Länder hat sich in jüngerer Zeit eine breite und intensive Diskussion darüber entwickelt, wie die internationale Finanzarchitektur verbessert werden könnte. Rückwärtsgewandte Ansätze, die die fortschreitende Integration der Finanzmärkte in Frage stellen, finden dabei keine nennenswerte Unterstützung. Vielmehr geht die Stoßrichtung dahin, die Voraussetzungen für ein besseres Funktionieren der Finanzmärkte zu schaffen. Den dringend auf einen stetigen Zustrom von privatem Auslandskapital angewiesenen Entwicklungsländern kann nur so überzeugend geholfen werden. Die Reformanstrengungen müssen insbesondere auch darauf gerichtet sein, daß die privaten Kreditgeber im Krisenfall für ihre Engagements selber und im vollen Umfang einstehen. Nur die Wahrnehmung dieser Verantwortung kann ein auf Dauer zufriedenstellendes Funktionieren der Finanzmärkte gewährleisten. Gegen dieses Postulat wurde in den letzten Jahren zum Teil erheblich verstoßen. Im Zentrum des vorliegenden Aufsatzes stehen daher Vorschläge, mit deren Hilfe es in Zukunft besser gelingen könnte, den Privatsektor stärker als in der Vergangenheit in Krisenlösungen einzubinden. Die Bundesbank hat sich in der internationalen Architekturdiskussion von Anfang an in diesem Sinne eingesetzt.

Wachsende Bedeutung des Kapitalverkehrs

Hauptmerkmale des Weltwäh- rungssystems

Das heutige internationale Währungssystem, das in einem längeren Prozeß aus der im Jahr 1944 geschaffenen Währungsordnung von Bretton Woods hervorging, ist durch zwei Hauptmerkmale gekennzeichnet:

- Erstens bildet das Prinzip der Freiheit im Kapitalverkehr de facto eines seiner konstitutiven Elemente. Nach einer im Liberalisierungsprozeß zunächst lange Zeit anhaltenden Führungsrolle einiger weniger Länder (insbesondere der USA, Deutschlands und der Schweiz) haben alle Industriestaaten ihren Kapitalverkehr seit Anfang der achtziger Jahre beschleunigt dereguliert und inzwischen völlig von Beschränkungen befreit. Darüber hinaus schwenkten mit Beginn der neunziger Jahre auch die am weitesten fortgeschrittenen Entwicklungs- und Transformationsländer auf diesen Kurs ein.
- Zweitens trat als Folge der zunehmenden Liberalisierung des Kapitalverkehrs bereits im März 1973 an die Stelle des früheren Paritätensystems von Bretton Woods ein System vielfältiger Wechselkursregelungen. Hierbei bleibt es dem einzelnen Land überlassen, dasjenige Wechselkursregime zu wählen, das seinen eigenen Gegebenheiten am besten entspricht. Für die Währungsbeziehungen zwischen den Schlüsselländern der Weltwirtschaft war ein Übergang zu flexiblen Wechselkursen unumgänglich. Nur so ließ sich angesichts der relativ großen Binnenwirtschaft dieser

Länder und bei teilweise divergierenden wirtschaftspolitischen Prioritäten gewährleisten, daß die Geldpolitik an den jeweiligen gesamtwirtschaftlichen Erfordernissen ausgerichtet werden konnte. In den übrigen Ländern ist dagegen heute eine breite Palette von Wechselkursregelungen anzutreffen, die von frei schwankenden Wechselkursen bis zu sehr festen Wechselkursanbindungen (wie zum Beispiel mittels Currency Boards) reicht.

Insgesamt gesehen ist die Weltwirtschaft mit dem von zunehmender Freiheit geprägten Weltwährungssystem gut gefahren. Der internationale Austausch von Gütern und Dienstleistungen als einer Quelle des Wohlstands hat mit großer Dynamik zugenommen. Dabei spielte unter anderem eine Rolle, daß die wachsende Freiheit im Kapitalverkehr durch steigende internationale Direktinvestitionen die Übertragung von Know-how erleichterte. Überdies wurde die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten immer weniger durch die verfügbaren offiziellen Finanzierungsmittel begrenzt (wie es typisch für das frühere Bretton-Woods-System war), sondern konnte sich zunehmend und vorwiegend auf die Geschäftsbeziehungen zu privaten ausländischen Investoren und Kreditgebern stützen. Als Ergebnis all dessen hat die Weltwirtschaft als Ganzes in den letzten Jahrzehnten ihre Leistungsfähigkeit in beachtlichem Umfang weiter gesteigert, wobei diejenigen Industrie- und Entwicklungsländer am meisten von der fortschreitenden weltwirtschaftlichen Integration profitierten, die die strukturelle Anpassung ihrer Volkswirtschaften an die Er-

*Zunehmend
freie Finanz-
märkte stärkten
die Leistungs-
fähigkeit der
Weltwirtschaft*

fordernisse der Globalisierung am entschlossensten vorantrieben.

*Privater Kapital-
export nach
Entwicklungs-
ländern
zunächst vor-
wiegend durch
Bankkredite*

Die auf ausländische private Finanzmittel besonders angewiesenen Entwicklungsländer verzeichneten seit Beginn der siebziger Jahre zwei größere Wellen an Kapitalzuflüssen. Zu einem ersten kräftigen Schub privater Kapitalexporte nach Entwicklungsländern kam es als Folge der starken Ölpreissteigerungen von 1973/74 und 1979/80, wobei Staaten mit bereits höherem Industrialisierungsgrad und beachtlichem Pro-Kopf-Einkommen (Schwellenländer oder Emerging Markets) die Hauptempfänger waren. Als bedeutende Kapitalimporteure traten auch Länder wie Mexiko auf, die als Ölproduzenten zwar von der Energieverteuerung profitierten, aber ihre wirtschaftliche Entwicklung durch Inanspruchnahme ausländischer Ersparnisse zusätzlich forcierten. Hauptkanal dieser Kapitalimporte war die Verschuldung öffentlicher Stellen bei den international tätigen Banken der Industrieländer. Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) stieg die Verschuldung aller Entwicklungsländer gegenüber den Banken allein im Zeitraum von Ende 1977 bis Ende 1981 (vergleichbare Daten für frühere Jahre sind nicht verfügbar) um 188 Mrd US-\$ auf 362 Mrd US-\$ (ohne Offshore-Zentren, aber einschließlich früherer Staatshandelsländer). Ab 1985 flossen außerdem umfangreiche Bankkredite speziell in die frühere Sowjetunion, nachdem unter Präsident Gorbatschow ein politischer Reformprozeß eingesetzt hatte. Laut BIZ-Statistik erhöhten sich die Forderungen der westlichen Banken gegenüber der Sowjetunion von Ende 1984 bis Ende 1990 (d.h. ohne die krisen-

Nettokapitalströme nach Entwicklungsländern *)

Mrd US-\$

Position	Jährlicher Durchschnitt		1996	1997	1998
	1984 bis 1990	1991 bis 1995			
Direktinvestitionen	14	60	115	140	131
Portfolioinvestitionen	6	70	81	67	37
Bankkredite und sonstige Forderungen	-2	24	16	-58	-104
Gesamt	18	154	212	149	64

Quelle: IWF. — * Umfaßt alle Entwicklungs- und Transformationsländer einschließlich Korea, Singapur, Taiwan und Israel (Hongkong ist wegen Datenmangel nicht einbezogen).

Deutsche Bundesbank

hafte Endphase der Sowjetunion gerechnet) um 36 Mrd US-\$ auf 53 Mrd US-\$. Ein erheblicher Teil der ausstehenden Bankkredite an die UdSSR basierte allerdings auf Staatsgarantien der Gläubigerländer und war insoweit offiziellen Krediten gleichzusetzen.

Die zweite große Welle privater Kapitalexporte nach Entwicklungsländern setzte Anfang der neunziger Jahre ein. Sie erreichte 1996 ihren vorläufigen Höhepunkt, als nach Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) die erfaßte private Nettokapitalausfuhr nach dieser Ländergruppe (die auch die Transformationsländer einschließt) nicht weniger als 212 Mrd US-\$ betrug. Von Ende 1990 bis Ende 1996 kumulierten sich diese Zuflüsse auf 983 Mrd US-\$. Hiervon entfiel mit 43% ein hoher Anteil auf Direktinvestitionen. Darüber

*Starke Zunahme
des Kapital-
exports nach
Entwicklungs-
ländern in den
neunziger
Jahren über
viele Kanäle*

hinaus spielten Anlagen in Wertpapieren, vor allem in staatlichen Fremdwährungsanleihen, mit 44 % des Gesamtzuflusses eine maßgebliche Rolle. Die Neuausleihungen der Banken gingen hingegen entsprechend stark zurück. Die insgesamt verminderte Bedeutung der Bankkredite war allerdings das Ergebnis regional sehr unterschiedlicher Tendenzen. Gegenüber Rußland und anderen Transformationsländern haben die Banken im erwähnten Sechsjahreszeitraum ihre Forderungen aus Buchkrediten deutlich abgebaut. Ähnliches gilt für die Länder Lateinamerikas, die sich dadurch zu führenden Emittenten an den Märkten für Emerging Market Bonds entwickelten. Andererseits verschuldeten sich die asiatischen Länder weiterhin in beträchtlichem Umfang in Form von Bankkrediten, wobei die kurzfristige Mittelaufnahme im Vordergrund stand.

Initiativen zur Verbesserung der internationalen Finanzarchitektur als Folge wiederholter Verschuldungskrisen

Keine nennenswerten Unterstützung für rückwärts gewandte Vorschläge

Die mit dem stark gestiegenen Kapitalimport der Entwicklungs- und Transformationsländer wiederholt eingetretenen Verschuldungskrisen einzelner Länder oder ganzer Regionen lösten eine umfassende Diskussion darüber aus, wie die Weltwirtschaft krisenresistenter gemacht werden könnte. Dieser Prozeß setzte unter Führung der G7-Länder bereits nach der Mexiko-Krise von 1994/95 ein. Der dabei eingeschlagenen Strategie lag und liegt die vorherrschende Überzeugung zugrunde, daß wie im Handel so auch im Kapitalverkehr weiterhin größtmögliche Freiheit angestrebt werden sollte (kein rückwärtsgewandter auf

Beschränkungen gerichteter Systemwechsel), aber gerade deshalb noch viel getan werden muß, damit die Finanzmärkte ihre Allokationsfunktion bei der internationalen Verwendung gesamtwirtschaftlicher Ersparnisse optimal erfüllen können. Auf dem Wirtschaftsgipfel der G7-Länder von 1995 wurde in diesem Zusammenhang auf notwendige Änderungen in der Architektur der internationalen Finanzinstitutionen hingewiesen, und zwar im Sinne neuer Aufgabenstellungen in Anbetracht der seit Gründung der Bretton-Woods-Institutionen über alle Erwartungen liberalisierten Weltwirtschaft. Heute wird üblicherweise von der internationalen „Finanzarchitektur“ gesprochen, die es zu verbessern gelte.

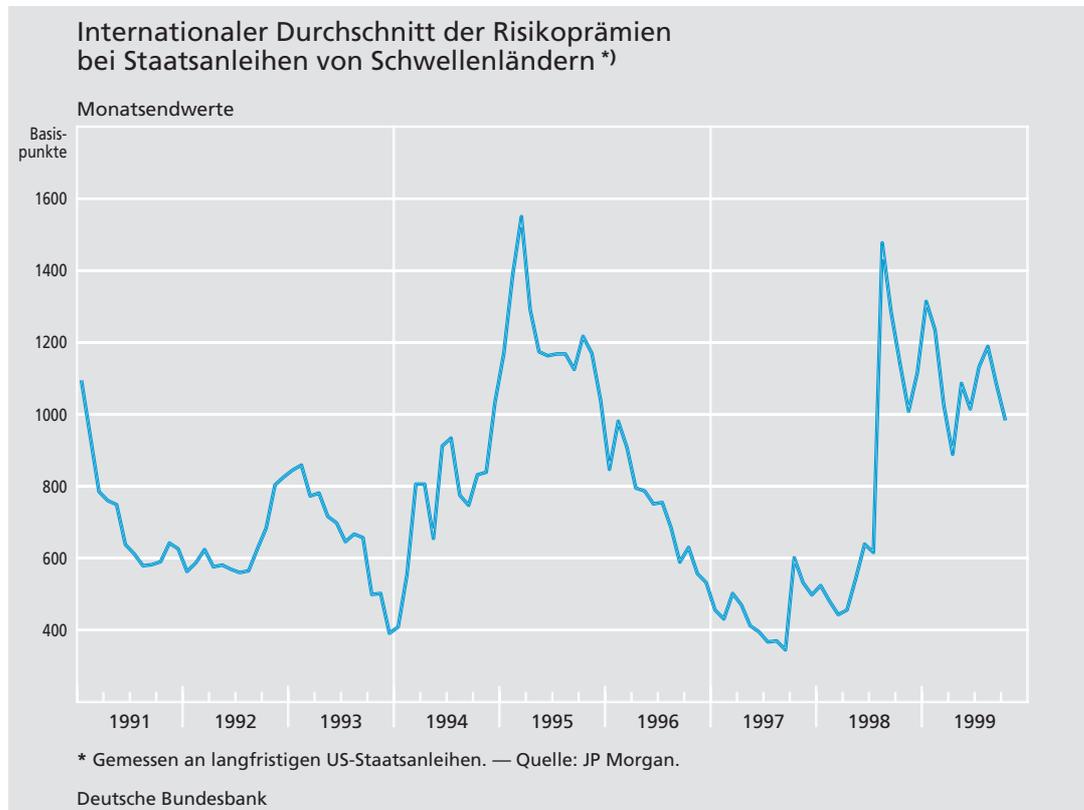
Die entsprechenden Verbesserungsvorschläge und zum Teil bereits eingeleiteten Maßnahmen lassen sich, im Hinblick auf ihre Realisierung, in zwei Gruppen einteilen. Über die Notwendigkeit, die Krisenprävention durch solide Wirtschaftspolitik der Schuldnerländer zu stärken, gibt es in den maßgeblichen internationalen Gremien keine Meinungsverschiedenheiten. Hierzu gehört auch der vorsichtigere Umgang der Emerging Markets mit Staatsgarantien zugunsten einheimischer Kreditnehmer, um keine leichtfertige Kreditvergabe zu begünstigen. Immer wieder hat sich überdies gezeigt, daß Wechselkursfixierungen, falls keine kompromißlos am Wechselkurs orientierte Wirtschaftspolitik betrieben wird, die Verwundbarkeit eines Landes erhöhen können (als Folge sich verschlechternder Wettbewerbsfähigkeit oder durch Förderung volatiler Kapitalimporte). Im Zweifelsfall muß auch das Liberalisierungs-

Zahlreiche Ansatzpunkte zur Verbesserung der Finanzarchitektur

tempo im Kapitalverkehr verlangsamt werden, sofern die ökonomischen Grundbedingungen des betreffenden Landes noch keine belastbare Vertrauensbasis darstellen. Über diese wirtschaftspolitischen Aspekte hinaus kommt es nach allgemeiner Auffassung darauf an, daß internationale Stellen, Regierungen der Schuldnerländer und private Kreditnehmer das jeweils Ihre leisten, um die Transparenz der Märkte zu verbessern. Den Kreditgebern soll es dadurch erleichtert werden, sachlich fundierte Kreditentscheidungen treffen zu können. Zudem hat sich gezeigt, daß von den geltenden Baseler Normen für die Eigenkapitalvorsorge der Banken zumindest vom Ansatz her eine unangemessene Tendenz ausgeht, kurzfristige Interbankkredite an Schwellenländer bei der Eigenkapitalunterlegung zu privilegieren. Nicht zuletzt besteht Konsens darüber, tiefsitzende Schwächen in den Finanzsystemen der Schuldnerländer so rasch wie möglich abzubauen, damit sich sowohl die Abhängigkeit dieser Länder von ausländischem Kapital als auch ihre Verwundbarkeit im Krisenfall verringern. Das im Frühjahr 1999 neu geschaffene Forum für Finanzmarktstabilität hat insbesondere hier ein Aufgabenfeld. Wenngleich es keineswegs einfach ist, auf all diesen Gebieten im Einzelfall konkrete und rasche Fortschritte zu erzielen, so ist doch die Marschrichtung klar. Die anvisierten praktischen Verbesserungen erfordern vor allem Geduld und Beharrlichkeit.

Kontrovers hingegen verläuft die Diskussion in den einschlägigen Gremien zu der Frage, ob oder inwieweit im Falle einer Verschuldungskrise private Gläubiger an der Krisenbewältigung beteiligt werden sollten. Die für

sich genommen geglückte offizielle Rettungsaktion von 1995 zugunsten Mexikos und seiner privaten Gläubiger, die aus einem Bündel multilateraler und bilateraler Finanzhilfen in bis dahin beispielloser Höhe bestand und vor allem eine fristgerechte Tilgung hochverzinslicher und zugleich wechselkursgesicherter Peso-Schatzwechsel ermöglichte, hatte das Tor zu weiteren ähnlichen Interventionen der offiziellen Gemeinschaft weit aufgestoßen. Dem mexikanischen Beispiel folgten denn auch öffentliche Hilfsaktionen in vergleichbarer Größenordnung zugunsten mehrerer ostasiatischer Länder und Brasiliens. Im Zuge dieser Entwicklung wurden die Palette der Finanzierungsinstrumente des IWF kräftig ausgeweitet und zugleich auch die Kreditaufnahmemöglichkeiten des Fonds durch die Neuen Kreditvereinbarungen (1998) vergrößert. Mit dem Emergency Financing Mechanism (1995) sowie der Supplemental Reserve Facility (1997) und deren Contingent Credit Lines (1999) stieß der IWF somit bei der Zahlungsbilanzfinanzierung in neue Größenordnungen vor. Ergänzt wurde dies noch durch Bereitstellung hoher bilateraler Finanzhilfen, bei denen die BIZ als Koordinierungsinstanz diente. Problematisch ist außerdem die zunehmende Beteiligung der Weltbank an zahlungsbilanzpolitischen Stützungsoperationen. Die Vorstellung, internationalen Verschuldungskrisen oder drohenden Ansteckungseffekten müsse automatisch mit massiven offiziellen Finanzhilfen begegnet werden, ist jedoch vom Ansatz her fragwürdig. Dem IWF wurde 1944 in treffender Einschätzung der Möglichkeiten und Erfordernisse nur insoweit ein finanzielles Mandat übertragen, als es darum geht, Phasen kritisch vergrößerter Leistungsbilanzdefi-



zite durch konditionierten Beistand überbrücken zu helfen. Diese Grundorientierung in der Weise zu verlassen, daß die internationale Gemeinschaft auch einspringt, um massive vertrauensbedingte Kapitalabflüsse zu finanzieren, würde darauf hinauslaufen, den privaten Kreditgebern Risiken abzunehmen, die sie im Interesse eines auf Dauer befriedigenden Funktionierens der Weltfinanzmärkte und des Weltwährungssystems als Ganzem selber tragen müssen. Der starke Rückgang der Risikoaufschläge für Anleihen der Schwellenländer, der schon bald nach Abklingen der Mexiko-Krise von 1994/95 zu beobachten war, kann durchaus auch als Reaktion auf die problematische Art gewertet werden, wie die mexikanische Krise gelöst wurde (im internationalen Durchschnitt waren die Spreads vor Beginn der ostasiatischen Krise sogar unter das

Niveau vor Ausbruch der Mexiko-Krise gefallen). Überdies erscheint es gleichermaßen fragwürdig, große Finanzierungspakete zugunsten solcher Länder bereitzustellen, deren Wirtschaftspolitik im großen und ganzen als solide beurteilt wird und die vor dem Überspringen der Krise eines anderen Landes geschützt werden sollen. Möglicherweise würde gerade hiermit Moral Hazard nicht nur bei den Investoren und Kreditgebern, sondern auch bei den Schuldnerländern (im Sinne einer Vertagung notwendiger wirtschaftspolitischer Korrekturen) erheblich begünstigt. Den in letzter Zeit lautwerdenden Bestrebungen, die Zugangsvoraussetzungen zu den Contingent Credit Lines des IWF aufzuweichen, sollte deshalb nicht gefolgt werden. Erforderlich ist vielmehr eine Refokussierung der Mandate der Bretton-Woods-Institutio-

nen in Richtung ihrer traditionellen und bewährten Aufgaben, wie es kürzlich auch von einer unabhängigen amerikanischen Studien- gruppe gefordert wurde.

*Allmähliche
Fortschritte
hinsichtlich
Einbindung des
Privatsektors in
Krisenlösungen*

Anstatt den IWF zu einer omnipotenten finanziellen Krisenfeuerwehr weiter ausbauen zu wollen, muß vielmehr im Einklang mit den marktwirtschaftlichen Grundprinzipien der Weltwirtschaft dafür gesorgt werden, daß der Privatsektor im Krisenfall entscheidende Lösungsbeiträge zur Bewältigung von Kapitalabflußproblemen erbringt. Dieser Anforderung an den Privatsektor kann auch nicht mit Hinweisen auf die in einer Krise unvermeidlichen schmerzhaften Bewertungsverluste von Finanzanlagen ausgewichen werden. Vor allem die international tätigen Finanzinstitute hatten solche Belastungen wiederholt hervor- gehoben und dabei sogar Aktienkursverluste eingerechnet. Soweit Bewertungsverluste bei Schuldtiteln nicht ohnehin durch Erholung der Märkte wieder korrigiert werden, sollten sie auf längere Sicht durch die am Markt gebildeten Risikoaufschläge als abgegolten angesehen werden. Nach langem Zögern seitens des IWF und einiger seiner wichtigsten Mitgliedsländer sind erfreulicherweise in letzter Zeit Fortschritte in der richtigen Richtung zu verzeichnen. So besteht inzwischen innerhalb der Siebenergruppe eine weitreichende prinzipielle Annäherung hinsichtlich der notwendigen Einbindung des Privatsektors in die Krisenbewältigung. Dies kam deutlich zum Ausdruck im Bericht der G7-Finanzminister zur Stärkung der internationalen Finanzarchitektur, der dem Wirtschaftsgipfel vom Juni 1999 vorgelegt wurde. Dementsprechend hat

Vereinbarte Grundsätze für die Einbindung des Privatsektors in die Krisenbewältigung *)

- a) Das Vorgehen zur Bewältigung einer Krise darf die Verpflichtung der Länder zur vollständigen und rechtzeitigen Bedienung ihrer Schulden nicht unterminieren. Dies hätte ansonsten negative Auswirkungen auf die für das Wachstum unerläßlichen privaten Investitionen und Kapitalströme und würde das Ansteckungsrisiko erhöhen.
- b) Marktdisziplin kann nur greifen, wenn die Gläubiger die Folgen der von ihnen eingegangenen Risiken selbst tragen. Private Kreditvergabeentscheidungen müssen auf einer Einschätzung der potentiellen Risiken und Renditen einer Anlage beruhen und nicht auf der Erwartung, daß die öffentliche Hand Gläubiger vor nachteiligen Entwicklungen schützen wird.
- c) Im Krisenfall kann eine Verringerung der Nettoschuldenzahlungen an den Privatsektor potentiell dazu beitragen, den unmittelbaren Finanzbedarf eines Landes zu befriedigen und den Bedarf an von der öffentlichen Hand bereitzustellenden Mitteln zu verringern. Sie kann ferner dazu beitragen, daß bei Kredit- und Investitionsentscheidungen ein angemessener Anreiz zur Vorsicht beibehalten wird. Diese potentiellen Vorteile sind gegen die Auswirkungen abzuwägen, die solche Maßnahmen auf die Fähigkeit des betroffenen Landes haben können, neue private Kapitalzuflüsse zu mobilisieren, sowie gegen die potentiellen Auswirkungen auf andere Länder und das System insgesamt durch Ansteckungseffekte.
- d) Keine Gruppe privater Gläubiger sollte per se gegenüber anderen vergleichbaren Gläubigern privilegiert sein. Forderungen von Anleihehabern sollten nicht als gegenüber Bankforderungen vorrangig gelten, wenn beide Forderungskategorien ins Gewicht fallen.
- e) Ziel des Krisenmanagements sollte – soweit möglich – sein, eine kooperative Lösung zwischen dem Schuldnerland und seinen Gläubigern zu erreichen, die auf einem bereits vorher etablierten Dialog aufbaut.

* Auszug aus dem Bericht der G7-Finanzminister zur Stärkung der internationalen Finanzarchitektur vom Juni 1999. Der Bericht wurde zusammen mit dem Communiqué der Staats- und Regierungschefs vom 20. Juni 1999 im Internet veröffentlicht (<http://www.bundesregierung.de>).

Deutsche Bundesbank

auch der IWF vor einiger Zeit einen Strategie-
wechsel eingeleitet.

*Kurskorrektur
in Richtung des
Grundkonzepts
der achtziger
Jahre*

Die in Gang gekommene Kurskorrektur im
Herangehen an internationale Verschul-
dungskrisen knüpft an Ansätze an, mit denen
die staatlichen Schuldendienstprobleme An-
fang der achtziger Jahre in Lateinamerika und
später in Rußland angegangen wurden. Dank
knapper Mittelausstattung des IWF war es
damals unumgänglich, die von den Zahlungs-
bilanzschwierigkeiten betroffenen Banken in
die Krisenlösung einzubinden. Hierbei hat
sich der parallel zum Pariser Club (Gremium
staatlicher Gläubiger zur Umschuldung
öffentlicher Verbindlichkeiten) entstandene
Londoner Club als Verhandlungsgremium der
Banken zur Umschuldung von Staatsschulden
zweifelloos bewährt.¹⁾ Die frühere Praxis einer
Involvierung des Privatsektors ist bei Aus-
bruch der Mexiko-Krise auch dadurch ver-
drängt worden, daß angesichts der eingangs
beschriebenen neuartigen Verschuldung in
Wertpapieren keine eingespielten Verfahren
für die Kooperation zwischen Emittenten und
Gläubigern zur Verfügung standen.

Jüngste Erfahrungen mit einem fallweisen Vorgehen zur Beteiligung privater Gläubiger an Krisenlösungen

*Experimente
mit unter-
schiedlichen
Ansätzen in
einzelnen
Krisenfällen*

Die Erkenntnis, daß die Praxis riesiger öffent-
licher Finanzierungspakete, wie sie bei den
jüngeren internationalen Verschuldungskrisen
geschnürt wurden, sich weder politisch noch
ökonomisch länger rechtfertigen läßt, hat
wesentlich dazu beigetragen, daß in letzter
Zeit Fortschritte bei der konkreten Einbindung

privater Gläubiger in Krisenlösungen erreicht
werden konnten. Die internationale Gemein-
schaft experimentierte hierbei mit unter-
schiedlichen Ansätzen, die sich aus den jewei-
ligen Einzelfällen ergaben.

In einigen Fällen, in denen ausstehende Bank-
kredite eine wesentliche Komponente der
Schuldendienstprobleme darstellten, gelang
es, die kreditgebenden Institute für eine frei-
willige Mitwirkung zu gewinnen. Im Falle der
im Dezember 1997 ausgebrochenen Krise
Koreas (hier spielte die Verschuldung gegen-
über Banken eine überragende Rolle) haben
die Kreditinstitute, nachdem die Währungs-
behörden der Gläubigerländer mit entspre-
chender Moral Suasion dafür den Boden be-
reitet hatten, einer Prolongation ihrer kurzfri-
stigen Ausleihungen zugestimmt und darüber
hinaus relativ rasch auch längerfristige Um-
schuldungsvereinbarungen abgeschlossen.
Hervorzuheben ist vor allem, daß erst diese
Einbindung des Privatsektors in die Krisen-
lösung (d.h. die Übernahme von Mitverant-
wortung) zu einer nachhaltigen Lageberuhi-
gung führte. Im Falle Brasiliens hat der IWF
nach der sich im Januar 1999 verschärfenden
Krise (sichtbar an der starken Abwertung des
Real) die Konditionen seines im Herbst 1998
eingeräumten umfangreichen Finanzbeistan-
des dahingehend modifiziert, daß sich die
Regierung verpflichtete, Anstrengungen zu
unternehmen, die ausländischen Banken
dafür zu gewinnen, ihre Interbank- und
Handelskredite für sechs Monate zumindest

*Einbindung der
Banken in den
Fällen Koreas
und Brasiliens*

¹ Zu Aufgaben, Funktionsweise und Tätigkeit beider in-
formeller Gremien siehe: Deutsche Bundesbank, Welt-
weite Organisationen und Gremien im Bereich von Wäh-
rung und Wirtschaft, April 1997.

auf dem Niveau von Ende Februar 1999 zu halten (während der IWF für die beträchtlichen Schulden des brasilianischen Staates aus Fremdwährungsemissionen und Brady-Bonds keine Umschuldungsauflagen machte). In beiden Krisenfällen hat der IWF darüber hinaus gewisse Vorkehrungen gegen eine zu starke Finanzierung von Kapitalabflüssen getroffen, indem Untergrenzen für den Bestand an Nettowährungsreserven oder Höchstbeträge für die monatlichen Nettodevisenverkäufe der Zentralbank vereinbart wurden.

*Erfahrungen
bei verbrieften
Schulden*

Erfahrungen im Hinblick auf die Einbindung von Anleihegläubigern wurden in jüngster Zeit in den Fällen Pakistans, der Ukraine, Rumäniens und Ecuadors gesammelt. Die hierbei teilweise erzielten Fortschritte sind besonders wichtig, weil verbriefte Verbindlichkeiten früher de facto einen privilegierten Sonderstatus genossen, der nur so lange gerechtfertigt war, wie internationale Emissionen von Schwellenländern noch keine bedeutende Rolle spielten.

Pakistan

Pakistan verhandelt seit Sommer 1998 mit dem Pariser Club über ein Umschuldungsabkommen, das wiederum Voraussetzung für zusätzliche Finanzhilfe durch den IWF ist. Da der pakistanische Staat jedoch zugleich erhebliche Zahlungsverpflichtungen aus Auslandsanleihen zu bedienen hat, besteht der Pariser Club nach seinem Grundsatz der Gleichbehandlung öffentlicher und privater Gläubiger auf Einbeziehung der internationalen Emissionen in die Schuldenregelung. Lange Zeit hat sich Pakistan hiergegen gestäubt, um seinen späteren Wiederzugang zu den Finanzmärkten so wenig wie möglich

zu erschweren. Den staatlichen Gläubigern geht es bei dieser Auseinandersetzung aber nicht so sehr um die Umschuldung von Anleiheverbindlichkeiten an sich, sondern um einen vergleichbaren Beitrag der privaten Gläubiger, der auch in anderer Form erbracht werden könnte. Pakistan hat seinen Anleihegläubigern schließlich Mitte November 1999 Lösungsvorschläge unterbreitet (Umtausch von Altanleihen in neue Papiere mit weiter hinausgeschobenen Fälligkeiten), die eine baldige umfassende Umschuldungsregelung ermöglichen sollten.

Die Ukraine bemühte sich seit Herbst 1998 darum, verbriefte kurzfristige Verbindlichkeiten, deren Zinszahlungen temporär ausgesetzt waren, längerfristig umzuschulden, nachdem sich die Regierung dazu im Rahmen einer mit dem IWF zuvor getroffenen Beistandsvereinbarung verpflichtet hatte. Auf der Basis einer Zahlungsbilanzvorausschätzung hatte der Fonds zuletzt ein privates Refinanzierungsvolumen in Höhe von 80 % der fälligen Verbindlichkeiten empfohlen. Die tatsächlich erreichte Umschuldung blieb jedoch dahinter zurück und konnte auch nur um den Preis hoher Zinsaufschläge erreicht werden. Dies zeigt, daß die Gläubiger gegenüber dem Schuldnerland insbesondere dann eine starke Verhandlungsposition haben, wenn die betreffenden Forderungen relativ niedrig sind, so daß vorübergehende Zahlungsrückstände leicht verkraftet werden können.

Ukraine

Rumänien geriet im Frühjahr 1999 mit der Bedienung internationaler Anleihen in erhebliche Schwierigkeiten. Während der Verhandlungen über einen Beistandskredit empfahl

Rumänien

der IWF zunächst, die Anleihegläubiger um eine freiwillige Umschuldung zu ersuchen. Später stimmte der Fonds jedoch der Absicht der Regierung zu, angesichts verbesserter Wirtschaftsaussichten zu versuchen, anstelle einer Umschuldung von Anleiheverbindlichkeiten neue private Kredite in vergleichbarem Umfang ins Land zu holen. Im August 1999 hat der IWF allerdings seinen Beistandskredit gebilligt, obwohl die an Rumänien bis dahin geflossenen neuen privaten Mittel weit hinter dem eigentlich erforderlichen Betrag zurückgeblieben waren.

Ecuador

Ecuador trat im Sommer 1999 mit dem Wunsch nach finanziellem Beistand an den IWF heran, nachdem sich erhebliche Schwierigkeiten bei der Bedienung von Brady-Bonds (die etwa 45 % der gesamten öffentlichen Auslandsverbindlichkeiten des Landes ausmachen) abgezeichnet hatten. Der IWF verlangte dabei eine Beteiligung des Privatsektors als Voraussetzung für die Gewährung eines IWF-Kredits. Nachdem es der Regierung nicht gelungen war, sich mit den Gläubigern von Brady-Bonds über Zahlungsentlastungen zu einigen, geriet Ecuador Ende September 1999 mit seinen Zinszahlungen auf einen Teil dieser Papiere in Verzug, so daß der Privatsektor zwangsweise involviert wurde. Kurz danach weitete sich der Zahlungsverzug auch auf Ecuadors internationale Emissionen aus, nachdem aufgrund von Cross-Default-Klauseln solche Anleihen fällig gestellt worden waren.

*Sonderfall des
einseitigen
Moratoriums
Rußlands*

Zu einem Sonderfall der Privatsektorbeteiligung kam es durch die russische Zahlungsbilanzkrise vom Sommer 1998. Parallel zur Freigabe des Rubelkurses hatte die russische Re-

gierung ohne ein Signal der Kooperationsbereitschaft einseitig die Zahlungen auf einige Kategorien von Verbindlichkeiten eingestellt. Die Märkte werteten dieses Verhalten als ein Alarmzeichen dafür, daß die Vertragstreue von Schuldern generell nachlassen könnte. Zahlreiche andere Schwellenländer spürten dies in einer abrupten Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen.

Die geschilderten jüngsten Erfahrungen bei der Einbindung des Privatsektors in die Lösung von Verschuldungskrisen haben gezeigt, daß das Vorgehen der offiziellen Gemeinschaft genau bedacht sein will, um einerseits erfolgreich zu sein, aber andererseits auch die legitimen Interessen der Schuldner und Gläubiger zu respektieren und damit ein bestmögliches Funktionieren der Märkte zu gewährleisten. Dies spricht dafür, eine Reihe von Leitlinien für die Privatsektorbeteiligung vorzugeben. Mit einem solchen Rahmenwerk würde den Marktteilnehmern zugleich glaubwürdiger signalisiert, daß die offizielle Gemeinschaft zukünftig auf angemessener Lastenteilung bestehen und dabei nicht zuletzt eine Gleichbehandlung aller wesentlichen Privatgläubigergruppen unterstützen wird.

*Erfahrungen
sprechen für
Festlegung
einer Reihe von
Leitlinien*

Mögliche Leitlinien für die Einbeziehung des Privatsektors

Gestützt auf die schon erwähnten Grundsätze der Siebenergruppe und im Lichte jüngster Erfahrungen sind insbesondere die folgenden fünf Eckpunkte eines Rahmenwerks für die Einbeziehung des privaten Sektors in der Diskussion:

Fünf Eckpunkte

- Erstens sollten Schuldnerländer im Krisenfall alles daransetzen, kooperative Lösungen zu erreichen. Dies könnte um so besser gelingen, je erfolgreicher hochverschuldete Länder und Marktintermediäre gemeinsam darauf hinarbeiten, dauerhafte vertrauensvolle Beziehungen aufzubauen. Offenheit und Verlässlichkeit der Schuldnerländer muß hierbei oberste Richtschnur sein. Das Institute of International Finance hat in dieser Hinsicht im Frühjahr 1999 detaillierte Vorschläge unterbreitet, die in erster Linie der Krisenprävention nutzen sollen, aber auch dem Krisenmanagement dienen können. Andauernde und bewährte Kontakte würden insbesondere das Überraschungsmoment von unerwarteten Verschlechterungen in der wirtschaftlichen Lage der Schuldnerländer verringern und dadurch dem Risiko entgegenwirken, daß es bereits bei ersten Schwächeanzeichen eines Landes mit Blick auf eine drohende Involvierung des Privatsektors in die Krisenbewältigung zu massiven Absetzbewegungen kommt, die es ja gerade zu verhindern gilt. Vertrauensvolle Beziehungen könnten im Gegenteil helfen, daß Schuldnerländer und Banken die Krisenresistenz auch durch Abschluß von Liquiditätshilfevereinbarungen festigen. Der IWF sollte versuchen, die Etablierung derartiger Investor Relations durch Ermutigung zu fördern. Darüber hinaus könnte es zweckmäßig sein, ein Forum zu Fragen der globalen Finanzmarktentwicklung einzurichten, das einem regelmäßigen Meinungs austausch zwischen Schwellenländern, privaten Kreditgebern, Gläubigerländern und internationalen Finanzinstitutionen dienen würde und ebenfalls dazu beitragen könnte, die Krisenvorbeugung zu stärken, aber auch die umfassende Kooperation im Krisenfall zu sichern.
- Zweitens sollte im Falle, daß ein Land mit einer tatsächlichen oder drohenden Verschuldungskrise konfrontiert ist, die Inanspruchnahme des IWF normalerweise auf die regulären (von der Quotenhöhe abhängenden) Plafonds beschränkt bleiben. Bei darüber hinausgehenden Finanzhilfen müßten unter allen Umständen Sicherungen vorgesehen werden, damit die zur Verfügung gestellten Mittel allenfalls zur Finanzierung anhaltender Leistungsbilanzdefizite, aber nicht zur Alimentierung massiver Kapitalabflüsse verwendet werden können. Beispielsweise könnten bei merklichem Unterschreiten einer Untergrenze für die Währungsreserven Sonderkonsultationen vorgesehen werden, in denen sich die Frage einer Verschärfung der wirtschaftspolitischen Auflagen stellen würde. Insbesondere ist darauf hinzuweisen, daß die zugunsten von Bailout-Operationen häufig zitierte Gefahr einer systembedrohenden Krise im Sinne einer Kettenreaktion von Zusammenbrüchen kreditgebender Banken durch die zunehmende Bedeutung der Anleihemärkte zurückgeht. Jedenfalls machen die Ausleihungen der in der EU ansässigen Banken an Entwicklungs- und Transformationsländer nur 2 ¼ % ihres Bilanzvolumens aus, und in den USA und Japan liegen die entsprechenden Anteile noch darunter. Nach Untersuchungen des Ausschusses für Ban-

- kenaufsicht des Europäischen Systems der Zentralbanken ist außerdem ein Fünftel des Engagements der EU-Banken in diesen Ländern durch öffentliche und private Garantien gesichert. Zudem darf nicht übersehen werden, daß im Falle von Banken Krisen die nationalen Sicherungssysteme aktiviert würden. An die Feststellung einer wie auch immer definierten Systemgefährdung (mitunter wird auch eher an das Risiko einer anpassungsbedingten Dämpfung der Weltkonjunktur gedacht), die Anlaß zu einem über die normalen Finanzierungsgrenzen des IWF hinausgehenden Engagements des Fonds geben könnte, sind daher strenge Voraussetzungen zu knüpfen. In diesem Zusammenhang gibt es in der Reformdiskussion unter anderem die Forderung, daß ein Systemrisiko nur mit einer sehr hohen Mehrheit in den Entscheidungsgremien des IWF festgestellt werden darf.
- Drittens wäre im Falle unvermeidlicher Umschuldungen, wie sie sich aus der zu begrenzenden Verfügbarkeit an offiziellen Beistandskrediten, aus den Schuldendienstfälligkeiten und aus einer längerfristigen Zahlungsbilanzvorausschätzung des IWF ergeben, eine angemessene Lastenteilung zwischen Pariser Club und privaten Gläubigern zu gewährleisten, sofern beide Kategorien von Forderungen substantielle Bedeutung haben. Grundsätzlich sollte der Finanzierungsbeitrag beider Gläubigergruppen etwa mit den jeweiligen Anteilen an den fälligen Schuldendienstverpflichtungen des betreffenden Konsolidierungszeitraums übereinstimmen.
 - Viertens sollte der IWF, gegebenenfalls in Abstimmung mit dem Pariser Club, nur den Gesamtbetrag bestimmen, den die offizielle Gemeinschaft als privaten Finanzierungsbeitrag erwartet. Es bliebe dem Schuldnerland überlassen, in Verhandlungen mit seinen Gläubigern zu regeln, in welcher Weise der erforderliche Gesamtbetrag aufgebracht wird. Das Schuldnerland dürfte dabei normalerweise aber nur erfolgreich sein, wenn alle materiell bedeutenden Gläubigergruppen im Prinzip gleichbehandelt werden. Die G7-Finanzminister haben dies im Juni 1999 mit Blick auf die Anleihemärkte in den von ihnen formulierten Grundsätzen deutlich hervorgehoben.
 - Fünftens muß in Rechnung gestellt werden, daß ein Schuldnerland unter außergewöhnlichen Umständen, das heißt, wenn seine Verhandlungen mit den Gläubigern ins Stocken geraten oder wenn eine Krise plötzlich und mit großer Wucht eintritt, dazu gezwungen sein kann, die Bedienung seiner internationalen Staatsschulden zu suspendieren und eventuell sogar Kapitalverkehrsbeschränkungen einzuführen. In solchen Fällen kann es hilfreich sein, wenn der IWF unter bestimmten Voraussetzungen Solidarität mit dem Schuldnerland demonstriert. Bedingung dafür wäre eine ernsthafte Bereitschaft des Schuldnerlandes, notwendige Anpassungsmaßnahmen zu ergreifen und mit seinen privaten Gläubigern zu einem fairen Ausgleich zu kommen. Der IWF sollte in solch schwierigen Situationen (in denen aber nicht an dem Grundsatz gerüttelt

werden darf, daß Verträge einzuhalten sind) durchaus damit fortfahren, Anpassungsprogramme und entsprechende Finanzhilfen ausnahmsweise schon zu einem Zeitpunkt zu genehmigen, zu dem die erforderlichen Umschuldungsabkommen noch nicht unter Dach und Fach sind („lending into arrears“). Den Gläubigern wird durch eine derartige informelle Billigung eines Moratoriums signalisiert, daß der Schuldner bereit ist, alles in seinen Kräften stehende zu tun, um den Wert der in Not geratenen Forderungen so weit wie möglich zu erhalten. Die notwendige Übereinkunft zwischen Schuldnerland und privaten Gläubigern könnte dadurch erleichtert werden.

Ausweitung der Kompetenzen des IWF im Moratoriumsfall vorerst nicht aktuell

Über das hier umrissene Fünf-Punkte-Konzept hinaus wird in internationalen Gremien ergänzend erörtert, ob der IWF im Hinblick auf Krisen, die eine Umschuldung privater Forderungen notwendig machen, ermächtigt werden sollte, für begrenzte Zeit das Klagerrecht einzelner Gläubiger suspendieren zu können („stay on litigation“), und zwar unter den gleichen Voraussetzungen, die ein „lending into arrears“ begründen können. Mit einem solchen Instrument sollen durch ein erzwungenes vorübergehendes Stillhalten aller Gläubiger eine Atempause geschaffen und damit die Chancen verbessert werden, im besten Interesse aller Beteiligten zu Verhandlungslösungen zu kommen (vergleichbar dem Grundanliegen der Anfang 1999 in Kraft getretenen neuen deutschen Insolvenzordnung). Diesem Vorschlag stehen jedoch – abgesehen von den Schwierigkeiten einer Änderung der Statuten des IWF – erhebliche

rechtliche Probleme entgegen, die die Wirksamkeit einer derartigen Ermächtigung des IWF gegenüber klagenden Gläubigern in Frage stellen. Mitunter wird deshalb sogar vorgeschlagen, eine internationale Insolvenzordnung für die Regelung staatlicher Schuldenprobleme zu schaffen, wofür es jedoch keine realistische Perspektive gibt. Im übrigen ist darauf hinzuweisen, daß im Falle staatlicher Schuldendienstprobleme gegenüber Banken mit dem Londoner Club bereits bewährte Verfahren zur Interessenwahrung aller beteiligten Institute zur Verfügung stehen. Außerdem müssen die Schwellenländer so bald wie möglich für praktisch wirksame nationale Insolvenzordnungen sorgen. Hierbei können im Hinblick auf private Verbindlichkeiten Verfahren festgelegt werden, die es gleichfalls erleichtern, einvernehmliche Lösungen zu erreichen.

Erleichterung von Krisenlösungen durch generelle Aufnahme von Umschuldungsklauseln in Anleihebedingungen

Im Rahmen der Beteiligung des Privatsektors an Krisenlösungen stellt die Einbeziehung von Anleihegläubigern ein Sonderproblem dar. Angesichts der zunehmenden Bedeutung der internationalen Anleihemärkte ist das Einvernehmen darüber gewachsen, daß die Bedienung von Schuldverschreibungen im Krisenfall nicht länger sakrosankt sein kann, wenn die entsprechenden Schuldendienstverpflichtungen einen wesentlichen Teil der Zahlungsbilanzschwierigkeiten ausmachen. Fraglich kann in solchen Fällen nur sein, wie dieses

Sonderprobleme bei Anleihen

Ziel erforderlichenfalls am besten erreicht werden kann.

*Vorschläge der
Zehnergruppe
für Umschul-
dungsvoorkehr-
ungen*

In Aufarbeitung der jüngsten Mexiko-Krise, der eine hohe staatliche Verschuldung in Quasi-Fremdwährungspapieren zugrunde lag, hat die Zehnergruppe im Jahr 1996 vorgeschlagen, notwendig werdende Umschuldungen verbrieft Verbindlichkeiten dadurch zu erleichtern, daß Staatsanleihen von Schwellenländern künftig generell mit bestimmten Klauseln ausgestattet werden, die gemeinsame Entscheidungen der Gläubiger weniger schwierig machen.²⁾ Die gleiche Empfehlung findet sich in einer weiteren Studie aus dem Jahr 1998, die von einer Ad-hoc-Arbeitsgruppe aus Vertretern von Industrie- und Schwellenländern erstellt wurde.³⁾ Nicht zuletzt haben die G7-Finanzminister dieses Petition in ihrem erwähnten Bericht vom Juni 1999 nachdrücklich bekräftigt. Hierbei geht es in erster Linie um die allgemeine Einführung von Regeln, die die Ernennung von Verhandlungsbefugten vorsehen und im einzelnen festlegen, mit welchen Mehrheiten der Anleihegläubiger bestimmte Entscheidungen (die dann für alle Gläubiger verbindlich sind) getroffen werden können.

*Unterschied-
liche Reaktio-
nen der Markt-
teilnehmer*

Wie die wiederholten Initiativen zeigen, haben die Marktteilnehmer sich den Vorschlag bislang nicht in der gewünschten Weise zu eigen gemacht. Die Schwellenländer selbst, auf die es vor allem ankommt, befürchten, mit solchen Emissionsbedingungen das Mißtrauen der Anleger zu wecken und dadurch höhere Renditen bieten zu müssen, wenn nicht gar den Marktzugang zu verlieren. Die Haltung der Marktintermediäre ist

dagegen stark differenziert, wobei zumeist die Schwerpunkte der eigenen Geschäftsinteressen den Ausschlag geben. Die deutschen Universalbanken vertreten allerdings überwiegend eine positive Haltung. So hat der Bundesverband deutscher Banken kürzlich darauf hingewiesen, daß die bisherige Schonung von Anleiheforderungen in Umschuldungsfällen dem Prinzip widerspricht, daß alle Beteiligten ihren Beitrag zur Gesundung eines in Schwierigkeiten geratenen Schuldners leisten sollten. Deshalb ist es nach Auffassung des Verbandes im Grundsatz richtig, darauf hinzuwirken, daß auch Anleihegläubiger über die generelle Einführung kollektiver Repräsentations- und Umschuldungsklauseln wirkungsvoll an Umschuldungsoperationen beteiligt werden können.⁴⁾

Derartige Vorkehrungen gibt es bereits in einer Reihe von Ländern bei der Begebung von Anleihen Gebietsansässiger. In Deutschland gelten entsprechende gesetzliche Regeln für private inländische Emissionen (ab einer gewissen Größenordnung), wobei die der Gläubigerversammlung und dem Vertreter der Gläubiger eingeräumten Befugnisse auch nicht vertraglich ausgeschlossen oder beschränkt werden können. Das deutsche „Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuld-

*Entsprechende
Regeln gelten
in einigen Län-
dern bereits für
Anleihen Ge-
bietsansässiger*

2 Vgl.: Group of Ten, The Resolution of Sovereign Liquidity Crises – A report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies, May 1996. Der Bericht kann kostenlos von der Bundesbank bezogen werden.

3 Vgl.: Report of the Working Group on International Financial Crises, October 1998. Der Bericht ist bei den an der Untersuchung beteiligten internationalen Organisationen (BIZ, IWF, OECD und Weltbank) kostenlos erhältlich.

4 Vgl.: Bundesverband deutscher Banken, Daten – Fakten – Argumente: Die Stabilisierung der internationalen Finanzbeziehungen, September 1999.

Deutsche gesetzliche Vorschriften über die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen

Auszug aus dem Gesetz von 1899, zuletzt geändert im Oktober 1994

§ 1 [Verbindlichkeit der Beschlüsse einer Gläubigerversammlung]

(1) Sind von jemand, der im Inland seinen Wohnsitz oder seine gewerbliche Niederlassung hat, im Inland Schuldverschreibungen mit im voraus bestimmten Nennwerten ausgestellt, ... so haben die Beschlüsse, welche von einer Versammlung der Gläubiger aus diesen Schuldverschreibungen zur Wahrung ihrer gemeinsamen Interessen gefaßt werden, nach Maßgabe dieses Gesetzes verbindliche Kraft für alle Gläubiger der bezeichneten Art.

§ 3 [Beratung der Versammlung durch den Schuldner]

(1) Die Versammlung wird durch den Schuldner berufen.
(2) Die Versammlung ist zu berufen, wenn Gläubiger, deren Schuldverschreibungen zusammen den zwanzigsten Teil des Gesamtbetrags der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen erreichen, oder ein von der Gläubigerversammlung bestellter Vertreter der Gläubiger die Berufung schriftlich unter Angabe des Zweckes und der Gründe verlangen.

§ 10 [Stimmrecht – Stimmzählung]

(1) Die Beschlüsse bedürfen, soweit nicht in diesem Gesetz ein anders vorgeschrieben ist, der Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Die Mehrheit wird nach den Beträgen der Schuldverschreibungen berechnet. Bei Gleichheit der Stimmen entscheidet die Zahl der Gläubiger.

§ 11 [Beschlüsse über Aufgabe oder Beschränkung von Gläubigerrechten]

(1) Die Aufgabe oder Beschränkung von Rechten der Gläubiger, insbesondere die Ermäßigung des Zinsfußes oder die Bewilligung einer Stundung, kann von der Gläubigerversammlung höchstens für die Dauer von drei Jahren und nur zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners beschlossen werden. Wird binnen drei Jahren nach einem solchen Beschluß das Insolvenzverfahren eröffnet, so wird die Aufgabe oder Beschränkung der Rechte allen Gläubigern gegenüber hinfällig.
(2) Der Beschluß, durch welchen Rechte der Gläubiger abgegeben oder beschränkt werden, bedarf einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln der abgegebenen Stimmen. Die Mehrheit muß mindestens die Hälfte des Nennwerts der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen ... erreichen; ...

§ 12 [Gleiche Bedingungen – Verbot der Gläubigerbegünstigung]

(1) Ein Beschluß der in § 11 bezeichneten Art muß für alle Gläubiger die gleichen Bedingungen festsetzen. Die Festsetzung ungleicher Bedingungen ist nur mit ausdrücklicher Einwilligung der zurückgesetzten Gläubiger zulässig.

(3) Auf die dem Nennwert der Schuldverschreibungen entsprechenden Kapitalansprüche kann durch Beschluß der Versammlung nicht verzichtet werden.

§ 14 [Bestellung eines Gläubigervertreters]

(1) Beschließt die Versammlung die Bestellung eines Vertreters der Gläubiger, so muß zugleich der Umfang seiner Befugnisse bestimmt werden.
(2) Soweit der Vertreter zur Geltendmachung von Rechten der Gläubiger ermächtigt ist, kann durch Beschluß der Gläubigerversammlung die Befugnis der einzelnen Gläubiger zur selbständigen Geltendmachung ausgeschlossen werden.
(6) Ein Vertreter kann, unbeschadet des Anspruchs auf die vertragsmäßige Vergütung, von der Gläubigerversammlung jederzeit abberufen werden. Der Beschluß bedarf einer Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen; die Mehrheit muß, wenn dem Vertreter nach Maßgabe des Absatzes 2 die ausschließliche Geltendmachung von Rechten der Gläubiger übertragen ist, mindestens die Hälfte des Nennwerts der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen betragen; ... Ist der Vertreter durch das Gericht bestellt ..., so steht die Befugnis zur Abberufung dem Gericht zu.

§ 18 [Gläubigerversammlung]

(1) Ist über das Vermögen des Schuldners das Insolvenzverfahren eröffnet, so gelten in Ansehung der Versammlung der in § 1 bezeichneten Gläubiger die folgenden besonderen Vorschriften.
(2) Die Versammlung wird von dem Insolvenzgericht einberufen und geleitet.
(3) Unverzüglich nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens ist eine Versammlung der Gläubiger einzuberufen, um über die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters im Insolvenzverfahren zu beschließen; ...

§ 20 [Keine Ausschließung oder Beschränkung der Gläubigerbefugnisse]

Die in diesem Gesetz der Gläubigerversammlung und dem Vertreter der Gläubiger eingeräumten Befugnisse können durch Festsetzung in den Schuldverschreibungen nicht ausgeschlossen oder beschränkt werden.

§ 24 [Einschränkung des Anwendungsbereichs]

(1) Auf Schuldverschreibungen des Reichs, eines Landes oder von Gemeinden oder Gemeindeverbänden finden die Vorschriften dieses Gesetzes keine Anwendung.
(2) Die Landesgesetze können bestimmen, daß die bezeichneten Vorschriften auch auf Schuldverschreibungen von Gemeinden oder Gemeindeverbänden Anwendung finden.

Quelle: Das Deutsche Bundesrecht, III H34, 826, Lieferung Juni 1999.

Deutsche Bundesbank

verschreibungen vom 4. Dezember 1899“ sieht insbesondere vor, daß die Gläubiger mit einer Mehrheit von mindestens 75 % der abgegebenen Stimmen (die im Normalfall zugleich mindestens die Hälfte des Nennwertes der umlaufenden Emission umfassen muß) bestimmte Beschlüsse über die Aufgabe oder Beschränkung von Gläubigerrechten (mit Wirkung für alle Gläubiger) treffen können. Die Grundidee, vertragliche Vorkehrungen für unvermeidliche Umschuldungen vorzusehen, wie es nun für internationale Staatsanleihen von Schwellenländern angestrebt wird, ist somit auch in Deutschland keineswegs neu.

Auch internationale Emissionen nach englischem Recht enthalten Umschuldungsklauseln

Bei internationalen Emissionen, die nach englischem Recht begeben werden, sind vergleichbare Anleihebedingungen ebenfalls gängige Praxis. Dies gilt auch für ausländische Sovereign Bonds. Immerhin entfallen vom derzeitigen Gesamtumfang internationaler Staatsanleihen der Schwellenländer 20 % auf Emissionen, die der englischen Rechtsordnung unterliegen. Wird hingegen vereinbart, Staatsanleihen von Emerging Markets in Streitfällen dem US-Recht, dem deutschen Recht oder dem japanischen Recht zu unterwerfen (die entsprechenden Anteile betragen gegenwärtig 49 %, 14 % bzw. 10 %), so ist es Marktpraxis, solche Klauseln nicht aufzunehmen.

Für sich genommen hätte allgemeine Einführung von Umschuldungsklauseln kaum Preiseffekte

Vergleicht man die Renditen von Sovereign Bonds, die mit und ohne Umschuldungsklauseln begeben wurden, lassen sich keine Anhaltspunkte dafür finden, daß eine generelle Anwendung entsprechender Vertragsbestimmungen für sich genommen einen Anstieg der Risikoaufschläge nach sich ziehen würde.

Wären solche Sorgen berechtigt, müßten auch effiziente nationale Insolvenzordnungen ähnliche Zinsnachteile mit sich bringen. Sollte die generelle Einführung von Umschuldungsklauseln in Emerging Market Bonds dennoch zu einem Anstieg der Spreads führen (was besonders im ungünstigeren Bereich der Risikokala eintreten könnte), dann wäre dies lediglich als eine realistische Einschätzung der tatsächlichen Lage zu werten und damit durchaus erwünscht, um internationaler Fehlallokation von Kapital entgegenzuwirken. Im übrigen könnten vertragliche Vorkehrungen für die Regelung von Krisenfällen bei Papieren mit ausgesprochen hohen Risiken möglicherweise sogar helfen, einen Anstieg der Risikoaufschläge zu dämpfen.

Im Hinblick auf ausländische Staatsanleihen, die nach deutschem Recht begeben werden, zweifeln die Marktintermediäre mitunter, ob die Einführung von Umschuldungsklauseln überhaupt zulässig wäre. Vertreter des Kreditgewerbes unternahmen deshalb bereits 1996 als Reaktion auf den erwähnten Bericht der Zehnergruppe einen bislang unbeantworteten Vorstoß bei der Bundesregierung, um die Rechtslage in Deutschland im Sinne der von der offiziellen Gemeinschaft geforderten Entwicklung zu klären. Nach gemeinsamer Auffassung von Bundesfinanzministerium und Bundesbank (d. h. nach Ansicht derjenigen Stellen, die die deutschen Interessen in internationalen währungs- und finanzmarktpolitischen Gremien vertreten) spricht zwar nichts dagegen, daß ausländische Emittenten bei Vereinbarung deutschen Rechts nach dem Prinzip der Vertragsfreiheit diejenigen Anleihebedingungen vorsehen können, die sie für zweckmäßig er-

Bestehende Zweifel über Zulässigkeit von Umschuldungsklauseln bei Emissionen nach deutschem Recht für Finanzplatz nicht vorteilhaft

achten. Sie sind dabei freilich an die im Gesetz über die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB-Gesetz) verankerten Grundsätze von Treu und Glauben gebunden. Diese Prinzipien würden es beispielsweise kaum zulassen, Regeln festzulegen, nach denen wesentliche Anleihebedingungen durch relativ kleine Mehrheiten geändert werden könnten. Bestimmungen, die sich an das deutsche Gesetz über die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen anlehnten, würden den Anforderungen des AGB-Gesetzes aber wohl Rechnung tragen. Dabei ist darauf hinzuweisen, daß die deutsche gesetzliche Regelung zwar eine Stundung des Schuldendienstes und eine Herabsetzung der Zinsverpflichtungen durch Mehrheitsentscheidung ermöglicht, ein eventueller Verzicht auf Kapitalrückzahlungen aber dem Insolvenzverfahren vorbehalten bliebe (in dem Anleiheforderungen keinerlei materielle Vorrechte gegenüber Bankkrediten haben). Vor diesem Hintergrund dürfte auch eine über die deutsche gesetzliche Regelung hinausgehende einzelvertragliche Ermächtigung zum Verzicht auf Kapitalrückzahlungen in nach deutschem Recht begebenen Staatsanleihen anderer Länder grundsätzlich möglich sein (da sie in gewisser Hinsicht unter ähnlichen Bedingungen wie bei einem nationalen Insolvenzverfahren zur Anwendung käme). Tatsache ist gleichwohl, daß nach deutschem Recht begebene Staats- oder auch Unternehmensanleihen des Auslands keine Umschuldungsklauseln enthalten. Sofern solche Klauseln bislang schon gewünscht wurden, wichen die Marktintermediäre wegen der bestehenden rechtlichen Zweifel auf die Vereinbarung ausländischen Rechts aus, was sich in Deutschland unter Finanzplatzaspekten nicht vorteilhaft auswirkt.

Die Diskussion in diversen internationalen Gremien über die vorgeschlagene generelle Einführung von Umschuldungsklauseln hat Einvernehmen darüber ergeben, daß die Schwellenländer dazu ermutigt werden sollten, solche Anleihebedingungen künftig freiwillig bei Neuemissionen allgemein anzuwenden (was im Krisenfall auch ein de facto vergleichbares Vorgehen bei Altanleihen erleichtern dürfte). Der Vorschlag, daß die Industrieländer als Gruppe bei ihren eigenen Staatsanleihen mit entsprechenden Regelungen beispielgebend vorangehen sollten, fand allerdings in der Zehnergruppe wegen grundsätzlicher Einwendungen einiger Länder (die auf die gegebene unbedingte Zahlungsfähigkeit hinwiesen) nicht das erforderliche Einvernehmen (wobei die deutsche Seite ein gemeinsames „leading by example“ befürwortet hatte). Wie die Zehnergruppe in ihrem Kommuniqué vom September 1999 ankündigte, wird sie aber prüfen, wie die allgemeine Verbreitung derartiger Klauseln in anderer Weise gefördert werden kann; sie stellte dabei nicht zuletzt eine positive Haltung der internationalen Interessenvertretung der Emissionshäuser (International Primary Market Association) in Rechnung.⁵⁾ Falls es nicht gelingen sollte, hierbei bald spürbare Fortschritte zu erzielen,

Zehnergruppe wird Möglichkeiten zur Förderung von Umschuldungsklauseln näher prüfen

5 Das Kommuniqué lautet in dieser Hinsicht wie folgt: „Ministers and Governors also noted the constructive role that the voluntary use of collective representation and majority action clauses in sovereign bond issues could play in the resolution of financial crises. They welcome and encourage efforts by the private sector to promote the wider use of collective action clauses and similar arrangements in sovereign bond issues. They undertook to examine the modalities relating to the inclusion of the most appropriate collective action clauses in foreign-currency sovereign bond issues. Ministers and Governors reaffirmed their overall objective of fostering improvements in market practices relating to foreign-currency bond issuance.“

würde das Argument an Gewicht gewinnen, daß die Einbindung aller privaten Gläubiger in Krisenlösungen es erforderlich machen könnte, den IWF zu ermächtigen, die recht-

liche Durchsetzung von Ansprüchen einzelner Gläubiger vorübergehend aussetzen zu können.