

Die internationale Finanzarchitektur: öffentliche Vorschläge zur Krisenbewältigung und die Rolle des privaten Sektors

Christian Just¹

Zahlreiche Risiken und Rechtsunsicherheiten hinsichtlich möglicher Vorgangsweisen im Fall von Finanzkrisen souveräner Staaten sind auf das Fehlen eines klaren Regelwerks für die Bewältigung internationaler Finanzkrisen zurückzuführen. Während über die Möglichkeiten zur Prävention von Finanzkrisen – die Stärkung der makroökonomischen Politiken und eine Verbesserung von Finanzaufsicht und -kontrolle – ein relativ breiter Konsens besteht, divergieren die Ansichten über potenzielle Ansätze zur Überwindung und Lösung von Schuldenkrisen souveräner Staaten beträchtlich. Auf der Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds (IWF) in Prag im Jahr 2000 war die internationale Gemeinschaft bestrebt, diese Problematik hauptsächlich durch die Schaffung der so genannten PSI (Private Sector Involvement)-Initiative, die auf eine Beteiligung des privaten Sektors abzielt, zu lösen.

Allerdings ging die PSI-Initiative nie über die Abgabe öffentlicher Erklärungen hinaus, weshalb sie auch bei den Hauptakteuren der internationalen Finanzarchitektur auf wenig Gegenliebe stieß. Die Schuldnerländer zeigten sich mit der Governance des internationalen Finanzsystems in zunehmendem Maß unzufrieden, während der private Sektor seinerseits dem IWF mangelnde Konsequenz bei der Umsetzung seiner Politik vorwarf.

Schließlich schlug im November 2001 Anne Krueger, die Erste Stellvertretende Geschäftsführende Direktorin des IWF, die Schaffung eines Regelwerks für die Bewältigung staatlicher Schuldenkrisen vor, den so genannten SDRM (Sovereign Debt Restructuring Mechanism). Dieser Mechanismus zur Umstrukturierung von Staatsschulden hätte es ermöglicht, die PSI-Initiative effektiver zu gestalten, und hätte außerdem zahlreichen Fällen von Marktversagen in der gegenwärtigen internationalen Finanzarchitektur entgegengewirkt. Dieser Beitrag beschäftigt sich mit einigen wichtigen Problemen und Initiativen im Zusammenhang mit der internationalen Finanzarchitektur und der Bewältigung staatlicher Schuldenkrisen. Zwar gibt es kaum mehr Unterstützung für einen SDRM, die Debatte darüber war aber dennoch nützlich und hat greifbare Resultate hervorgebracht.

I Einleitung

Zahlreiche Risiken und Rechtsunsicherheiten hinsichtlich möglicher Vorgangsweisen im Fall von Finanzkrisen souveräner Staaten sind auf das Fehlen eines klaren Regelwerks für die Bewältigung internationaler Finanzkrisen zurückzuführen. Auf der Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds (IWF) in Prag im Jahr 2000 war die internationale Gemeinschaft bestrebt, diese Problematik hauptsächlich durch die Schaffung der so genannten PSI²-Initiative zu lösen, die auf eine Beteiligung des privaten Sektors abzielt.

Die PSI-Initiative stellt den Versuch des öffentlichen Sektors dar, den Privatsektor stärker in die Krisenbewältigung einzubinden.³ Sie verfolgt im Wesentlichen drei Ziele: Ers-

tens spricht die PSI-Initiative die Finanzierungsfunktion an, die der private Sektor auf den kapitalknappen Märkten der Schwellenländer vor allem angesichts der für Entwicklungszwecke beschränkten öffentlichen Mittel erfüllt. Zweitens soll die PSI-Initiative dazu beitragen, Panikreaktionen des privaten Sektors bei Zahlungsschwierigkeiten eines Staats vorzubeugen. Anderenfalls könnten private Investoren veranlasst sein, sich aus diesen Märkten zurückzuziehen, was die Krise verschärfen und zusätzlich sogar einen Dominoeffekt auslösen könnte. Drittens stellt die PSI-Initiative den Versuch des öffentlichen Sektors dar, private Kreditgeber zur Übernahme von mehr Verantwortung für ihre Investitionsentscheidungen zu ermutigen. Dies beruht auf der Über-

¹ Der vorliegende Text ist eine Übersetzung aus dem Englischen.

² Private Sector Involvement. Hinsichtlich des PSI-Konzepts siehe insbesondere IWF (1999).

³ Der Krisenbewältigung sollte grundsätzlich Krisenprävention vorausgehen; auf Letztere kann in diesem Beitrag aus Platzgründen jedoch nicht eingegangen werden. Zu diesem Thema existiert bereits eine Reihe ausgezeichneter Arbeiten; siehe z. B. Fischer (2002).

zeugung des öffentlichen Sektors, dass eine Sozialisierung der Verluste des Privatsektors die alloкатive Effizienz der Kapitalmärkte verzerren und zur Übernahme erhöhter Risiken geradezu einladen würde (Moral-Hazard-Problem).

Allerdings ging die PSI-Initiative nie über die Abgabe öffentlicher Erklärungen hinaus, weshalb sie auch in weiten Kreisen der internationalen Gemeinschaft auf wenig Gegenliebe stieß. Die Schuldnerländer zeigten sich mit der Governance des internationalen Finanzsystems in zunehmendem Maß unzufrieden, während der Privatsektor seinerseits dem IWF vorwarf, bei der Umsetzung seiner Politik verstärkt inkonsequent zu agieren und damit möglicherweise zu den abrupten Umkehrungen der in die aufstrebenden Märkte fließenden Kapitalströme beigetragen zu haben.

Schließlich schlug im November 2001 Anne Krueger, die Erste Stellvertretende Geschäftsführende Direktorin des IWF, die Schaffung eines Regelwerks für die Bewältigung staatlicher Schuldenkrisen vor, den so genannten Sovereign Debt Restructuring Mechanism, (SDRM). Dieser Mechanismus zur Umstrukturierung von Staatsschulden hätte es ermöglicht, die PSI-Initiative effektiver zu gestalten, und hätte damit zahlreichen Fällen von Marktversagen in der gegenwärtigen internationalen Finanzarchitektur entgegengewirkt.

Diese Studie beschäftigt sich mit den wichtigsten Problemen und Initiativen im Zusammenhang mit der Bewältigung staatlicher Schuldenkrisen. Kapitel 2 beschreibt den SDRM-Vorschlag des IWF in Verbindung mit der PSI-Initiative und die Gründe, warum der Vorschlag bei manchen bedeutenden Akteuren keine Unterstützung fand. Kapitel 3 geht auf die

Argumente für ein Konkursverfahren und die zunehmende Häufigkeit der Zahlungsunfähigkeit von Staaten ein. In Kapitel 4 folgt eine nähere Untersuchung der Anreize für ein geordnetes Verfahren zur Umstrukturierung von Staatsschulden und der wesentlichsten Marktschwächen, denen ein derartiges Verfahren Rechnung tragen muss. In Kapitel 5 wird kurz auf den Status quo und die Ergebnisse der SDRM-Debatte eingegangen. Kapitel 6 schließt die Betrachtungen ab.

2 Ansätze zur Einbindung des Privatsektors in die Krisenbewältigung

Viele der anerkannten Schwächen des gegenwärtigen internationalen Finanzsystems sind auf die Ablösung staatlich gelenkter Systeme durch dezentrale, marktorientierte Systeme zurückzuführen (Padoa-Schioppa und Saccomani, 1994). Letztere bieten unter bestimmten Voraussetzungen die Chance für mehr Effizienz und Flexibilität, während Erstere als für die Volkswirtschaften zu teuer sowie als Bedrohung für die Stabilität des internationalen Finanzsystems gelten. Die derzeitige internationale Finanzarchitektur ist allerdings durch eine Diskrepanz zwischen dem „alten“ Modell bilateraler Kredite und IWF-Hilfen zur Krisenbewältigung und dem „neuen“, noch vagen Modell geprägt, das mehr Verantwortung auf Verhandlungen zwischen Gläubigern und Schuldnern verlagern will, damit aber zu einer unübersichtlichen, schwierigen und unsicheren Krisenbewältigungspraxis geführt hat (Kahler, 2000).

Die PSI-Initiative, die auf die Einbeziehung des privaten Sektors setzt, stellte einen Versuch dar, diese Kluft zu überwinden. Doch statt die Kluft zu überbrücken, deckte die PSI-Initia-

tive sehr schnell einen Widerspruch zwischen der offiziellen Haltung, die Rettungsmaßnahmen nicht billigt, und der Gewährung zusätzlicher Hilfe auf. Offiziell wurde nie festgelegt, ob PSI auf freiwilliger Basis oder zwangsweise erfolgen sollte und wie ein Zwangsmechanismus beschaffen sein würde. Wie Eichengreen et al. (2003) anmerkten, war es eine auf Absichtserklärungen beruhende Strategie, die die grundlegenden wirtschaftlichen Vorteile unverändert ließ und daher nicht ernst genommen wurde. Da die Strategie nicht glaubwürdig ist, wird sie die Strategien der Marktteilnehmer nicht beeinflussen. Daher wird sie auch die Ergebnisse deren Interaktionen mit den multilateralen Akteuren und dem Schuldner nicht ändern.

Während diese Strategie Ländern wie Mexiko und Südkorea die Rückkehr auf einen stabilen Wachstumspfad mit unabhängigem Zugang zu internationalen Kapitalmärkten ermöglicht hat, hatte sie in einigen Fällen, wie z. B. in Indonesien, auf den Philippinen, in der Türkei und in Brasilien, eine langjährige Abhängigkeit von – meist durch den IWF gewährter – internationaler Unterstützung zur Folge.

Durch die unklare Einbeziehung des privaten Sektors entsteht dem internationalen Finanzsystem eine Reihe von Kosten, wobei die große Unsicherheit, die mit der Krisenbewältigung einhergeht, der wichtigste Faktor ist. Die Aufgaben und Verantwortlichkeiten der verschiedenen Akteure, aber auch die Aussichten des Schuldners, öffentliche Gelder zu bekommen sowie deren voraussichtliche Höhe sind weitgehend unbestimmt. Diese Ungewissheit unter-

gräbt in Krisenzeiten das Vertrauen und macht es den Gläubigern so gut wie unmöglich, das mit einer Staatsschuld verbundene Risiko vor einem Zusammenbruch einzupreisen. Die Aussichten für kooperatives Verhalten werden durch diese Unsicherheit stark beeinträchtigt, und die Gläubiger neigen dazu, sich bei den ersten Anzeichen von Schwierigkeiten möglichst rasch aus problematischen Engagements zurückzuziehen.

Die Aussicht des Schuldners auf einen ungewissen, aber potenziell hohen öffentlichen Kredit hält die Gläubiger davon ab, das Risiko entsprechend einzupreisen. Außerdem kann dieser Umstand sowohl Gläubiger als auch Schuldner dazu ermutigen, eine Gewinn maximierende bzw. Renten suchende Strategie zu verfolgen, die im Gesamtzusammenhang unerwünscht ist, da sie beiden Parteien einen Anreiz dafür liefert, sinnvolle Verhandlungen so lange hinauszuzögern, bis sie vom IWF oder bilateralen Gebern so viel Geld wie möglich erhalten haben. Erfahrungswerte – wie etwa im Zusammenhang mit Argentinien – scheinen jedenfalls darauf hinzuweisen, dass ernsthafte Verhandlungen erst dann beginnen, wenn die öffentlichen Quellen erschöpft sind. Rettungsaktionen können Schuldner wie Gläubiger dazu veranlassen, bei der Kreditaufnahme bzw. Kreditvergabe weniger Vorsicht walten zu lassen. Allerdings wird das Ausmaß einer derartigen Beeinflussung des Verhaltens möglicherweise auch überschätzt.⁴ Dennoch könnte der Trend zu immer umfassenderen IWF-Hilfsaktionen in Zukunft die Wahrscheinlichkeit schwer wiegender Moral-Hazard-Probleme noch erhöhen.

⁴ Zum Thema Moral Hazard siehe z. B. Dell'Arricia et al. (2002) oder Kamin (2002).

Die Situation, der sich der öffentliche Sektor gegenüber sieht, gleicht dem Lender-of-Last-Resort-Problem. Zwischen Solvenz- und Liquiditätsproblemen zu unterscheiden ist schwierig, und in der Vergangenheit wurde die Lage häufig zu optimistisch eingeschätzt. Die für die Überwachung der Bemühungen zur Krisenbewältigung verantwortlichen Beamten haben oft schon früher an Programmen für das jeweilige Land mitgearbeitet und sind unter Umständen nicht bereit, begangene Fehler einzugestehen. Obwohl die Vergabe zusätzlicher Gelder wegen einer potenziellen negativen Signalwirkung für andere Schuldnerländer in der Zukunft vielleicht noch größere Probleme nach sich ziehen wird, beschäftigen sich die Beamten üblicherweise immer nur mit der gerade aktuellen Krise und sind daher nicht bereit, den Dingen einfach ihren Lauf zu lassen. Zahlreiche nationale Aufsichtsbehörden, die sich der Gefahr inkonsequenten Verhaltens bewusst sind, haben Gesetze geschaffen, die ihnen den Rücken stärken und ihre Möglichkeiten zur Leistung außerordentlicher Hilfe an in Schwierigkeiten geratene Geschäftsbanken beschränken. Für die internationale Gemeinschaft existiert aber kein derartiger Disziplinierungsmechanismus.

Das Regelwerk zur Krisenbewältigung kann nur dann erfolgreich umgesetzt werden, wenn der Zugang zu öffentlichen Mitteln durch klare Regeln beschränkt ist und auf transpa-

renten Entscheidungskriterien und -verfahren beruht. Fixe Grenzen signalisieren sowohl dem privaten Sektor als auch den Schuldnerländern, dass sie nicht unbeschränkt auf die Hilfe des öffentlichen Sektors zählen können. Im September 2002 beschloss der IWF eine Reihe von Grundsätzen, mit denen sein Ermessensspielraum bei der Gewährung eines außergewöhnlich hohen Zugangs zu Fondsmitteln eingeschränkt werden sollte.⁵ Während sich seit 1994 mehr als 90% der IWF-Vereinbarungen innerhalb der normalen Zugangsgrenzen von 100% der Landesquote pro Jahr und per Ende Oktober 2003 von kumulativ 300% bewegten, konzentrierte sich die Kreditvergabe durch den IWF zu 85% auf fünf Länder (Türkei, Brasilien, Argentinien, Indonesien und Russland), die außergewöhnlich hohen Zugang zu Fondsmitteln erhalten hatten.

Viele der für eine geordnete Umstrukturierung der Staatsschuld im Krisenfall benötigten Instrumente wurden im Zuge der Debatte über die Einbeziehung des privaten Sektors entwickelt, doch mangelte es den Initiativen am entsprechenden Überbau. Im November 2001 formulierte Anne Krueger einen Vorschlag zur Schaffung eines Regelwerks zur Überwindung von Liquiditätsengpässen und Insolvenzkrisen von Schuldnerstaaten, des SDRM-Verfahrens zur Umstrukturierung von Staatsschulden. Dieses Regelwerk sollte die Möglichkeiten der Gläubiger beschränken, gegen

⁵ Zu den Kriterien zur Gewährung eines außergewöhnlich hohen Zugangs zählen unter anderem außergewöhnliche Zahlungsbilanzprobleme, die sich aus einem Druck auf die Kapitalbilanz ergeben und nur durch eine über den normalen Grenzen gelegene Hilfe des Fonds überwunden werden können; eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Verschuldung des Landes tragbar bleiben wird; das Mitgliedsland hat gute Aussichten, wieder Zugang zum Markt zu finden, sodass die durch den Fonds gewährte Hilfe letzten Endes nur einen Überbrückungskredit darstellt; das IWF-Länderprogramm hat eine angemessen hohe Erfolgswahrscheinlichkeit, das heißt, es bestehen die verwaltungstechnischen Kapazitäten und der politische Wille zur Umsetzung eines IWF-Programms.

einen verschuldeten Staat mit untragbaren Auslandsschulden gerichtlich vorzugehen, der über ein durch den IWF unterstütztes Programm aktiv verhandelt oder ein solches umsetzt.

Viele dieser Ideen waren bereits in früheren Vorschlägen, wie z. B. jenem von Jeffrey Sachs (1995), enthalten gewesen. Der von Krueger präsentierte Vorschlag eines internationalen Konkursverfahrens war ursprünglich für Länder mit einer untragbaren Verschuldung gedacht und sollte eine geordnete Umschuldung ermöglichen. Der Vorschlag zielte vornehmlich darauf ab, verschuldete Staaten und ihre Gläubiger zur Aufnahme freiwilliger Verhandlungen über die Umstrukturierung eines untragbaren Schuldenstands in jenen Fällen zu bewegen, in denen keine freiwillige Vereinbarung bestand.

Im Rahmen des vorgeschlagenen SDRM sollte ein Land mit einer untragbaren Verschuldung eine vorübergehende Aussetzung der von seinen Gläubigern angestrebten Gerichtsverfahren bewirken können, wenn 1. der IWF der Überzeugung ist, dass die Schuldenlast untragbar geworden ist, 2. das Land mit dem IWF ein Programm vereinbart hat oder über ein solches verhandelt und 3. das Land zusagt, mit seinen Gläubigern mit ehrlichem Bemühen („in good faith“) Verhandlungen führen zu wollen. Der IWF könnte die Aussetzung verlängern, wenn das Programm ordnungsgemäß abgewickelt wird und das Land die Verhandlungen mit seinen Gläubigern mit ehrlichem Bemühen fortsetzt. Eine von einer Mehrheit der Gläubiger akzeptierte Umschuldungsvereinbarung wäre für alle Gläubiger verbindlich, wenn sie vom IWF

als mit der Schuldentragfähigkeit des Landes vereinbar genehmigt wird. Die Überprüfung der Ansprüche und der zur Verbindlichkeit für alle Gläubiger erforderlichen Mehrheit sollte einer neuen, gerichtsähnlichen, vom IWF unabhängigen Stelle übertragen werden. Die rechtliche Grundlage für diesen Ansatz wäre nach einer Änderung des IWF-Übereinkommens eine gesetzliche Verankerung der entsprechenden Bestimmungen.

Dieser Vorschlag hätte der Einbeziehung des Privatsektors in der Praxis mehr Schlagkraft verliehen. Das vorgeschlagene SDRM-Verfahren wurde jedoch von vielen Seiten kritisiert und von offiziellen Stellen nur zögernd unterstützt. Die Kritik bezog sich hauptsächlich auf die Rolle des IWF im Rahmen des SDRM. Nichtregierungsorganisationen (NGOs), die seit der Befürwortung eines Konkursverfahrens für souveräne Staaten⁶ analog zu Kapitel 9 des US-Insolvenzrechts durch Kunibert Raffer (1990 und 2002) ein faires und transparentes Schiedsverfahren gefordert hatten, wiesen den Krueger-Vorschlag mit der Begründung zurück, dass er die Zivilgesellschaft ausschließe und den Gläubigern einen zu großen Ermessensspielraum gewähre.

Der private Sektor war der Ansicht, dass das in Aussicht genommene Verfahren vertragliche Rechte beschneiden und damit zu einem Versiegen der Kapitalströme in die aufstrebenden Märkte führen würde. Diese Befürchtungen wurden auch von den Entwicklungsländern geteilt. Außerdem wollte der Privatsektor dem IWF angesichts des gelegentlich auf ihn ausgeübten starken politischen Drucks und seiner möglichen Befan-

⁶ In den USA werden die Konkursverfahren für Kommunen und Gemeinden durch Kapitel 9 des Insolvenzrechts geregelt.

genheit auf Grund früherer Engagements in einem gegebenen Land bei der Abwicklung des Verfahrens keine derart dominierende Rolle zukommen lassen. Auch die nationalen Regierungen wären nicht ohne weiteres bereit, jene legislativen Befugnisse abzutreten, die erforderlich wären, um das neue System funktionsfähig zu machen.

In den USA wurde der Vorschlag zunächst von offizieller Seite unterstützt, wenngleich man sich auch dort für Bemühungen um alternative, marktwirtschaftlich orientierte Lösungen aussprach. Nur die europäischen Staaten begrüßten den Vorschlag mit größerer Begeisterung und betrachteten ihn als mögliche Ergänzung der internationalen Finanzarchitektur.

Der IWF versuchte daraufhin, der Kritik durch ein „SDRM-Light-Verfahren“ zu begegnen, das alle wichtigen Entscheidungen in die Hände des Schuldnerlandes und einer Mehrheit seiner Gläubiger gelegt hätte. Zwar wäre die rechtliche Grundlage für diesen Ansatz immer noch eine Änderung des IWF-Übereinkommens gewesen, doch hätte der IWF nicht die Befugnis erhalten, die Durchsetzung der Gläubigerrechte zu beschränken. Diese Entscheidung wäre in einem Verfahren – ähnlich wie bei einem Umschuldungsverfahren bei Staatsanleihen mit Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CACs) – durch Mehrheitsentscheidung zu treffen gewesen, hätte aber eine Koordination und Aggregation der Inhaber verschiedener Anleiheemissionen und Forderungspapiere sichergestellt. Dabei wäre der Wille einer Mehrheit aller Gläubiger und nicht der Wille einer Mehrheit der Inhaber eines bestimmten Wertpapiers entscheidend gewesen. Aber auch hier hätte es noch einer gericht-

ähnlichen Stelle zur Überprüfung der Ansprüche der Gläubiger und zur Feststellung der für die Einleitung einer Klagsaussetzung oder die Genehmigung einer Umschuldung erforderlichen Mehrheit bedurft.

Trotz dieser umfangreichen Änderungen konnte der IWF auch für diesen Vorschlag international von offizieller Seite keine ausreichende Unterstützung mobilisieren, weshalb Ende 2002 die Vorschläge noch weiter abgeschwächt und zunehmend auf einen vertragsbasierten Ansatz gesetzt wurden (IWF, 2002c). Zu den am schwersten wiegenden Schwächen der darauf folgenden Vorschläge zählten der Ausschluss der automatischen Aussetzung der von Gläubigern angestregten Gerichtsverfahren, das Fehlen einer verbindlichen unabhängigen Bewertung der Schuldentragfähigkeit, die mangelnde Reichweite und das Aggregationsproblem.

Dennoch hätte man gegenüber einem rein vertragsbasierten Ansatz einige marginale Verbesserungen erreichen können, wie etwa die Anwendbarkeit auf bestehende Kreditverträge. Damit wäre das Standardproblem beim vertragsbasierten Ansatz – die Aggregation von durch verschiedene Arten von Forderungspapieren repräsentierten Verbindlichkeiten und die Einrichtung einer gewissen Anspruchshierarchie bei der Vergabe neuen Geldes – gelöst worden. Und hätte man das SDRM-Verfahren über eine Änderung des IWF-Übereinkommens eingerichtet, wäre der bevorzugte Gläubigerstatus des IWF schließlich auf eine konkrete rechtliche Grundlage gestellt worden.

Idealerweise würde man eine Umstrukturierungsvereinbarung per SDRM ohne formelle Erklärung einer Zahlungsunfähigkeit und ohne Einlei-

tung rechtlicher Schritte und damit ohne Unterbrechung der Zahlungen abschließen. Ein SDRM-Verfahren sollte den Abschluss von Vereinbarungen vor Eintritt einer Krise oder der Zahlungsunfähigkeit weitestgehend erleichtern. Unter solchen Bedingungen wäre auch ein Aussetzen von Gerichtsverfahren überflüssig, da es dann gar keinen Grund für Rechtsstreitigkeiten gäbe. Kann jedoch ein Land, das ein SDRM-Verfahren in Anspruch nimmt, eine Unterbrechung seiner Zahlungen nicht vermeiden, sollte es für die Dauer des Umschuldungsverfahrens vor gerichtlichen Schritten sicher sein.

3 Zahlungsunfähigkeit von Staaten – Argumente für ein Konkursverfahren

Ein geordnetes Insolvenzverfahren ist für eine gut funktionierende Marktwirtschaft eine wesentliche Einrichtung. Vernünftige Konkursverfahren erhöhen die Marktdisziplin, sichern die Ansprüche der Gläubiger und garantieren ihnen eine faire und vorhersehbare Behandlung. Dazu muss das Insolvenzverfahren auch transparent sein. In allen Rechtsordnungen obliegt die Verantwortung für die Abwicklung von Konkursverfahren hauptsächlich staatlichen Stellen, insbesondere den Gerichten oder gerichtlich bestellten Masseverwaltern oder Liquidatoren. Dennoch können auch die Gläubiger selbst im Rahmen des Konkursrechts wichtige kollektive Entscheidungsbefugnisse besitzen.⁷

Sowohl der IWF als auch der private Sektor bestehen darauf, dass Eigentumsrechte geschützt werden müssen, um eine Volkswirtschaft für ausländische Direktinvestoren attrak-

tiver zu machen. Die Länder sollten daher entsprechende Konkurs- und Vollstreckungsverfahren einführen. Da ordentliche Insolvenzverfahren in einer Marktwirtschaft eine notwendige Funktion erfüllen, sollte ein geordnetes Verfahren für die Umstrukturierung von – sowohl inländischen als auch ausländischen – Staatsschulden ein integraler Bestandteil eines gut funktionierenden internationalen Finanzsystems sein.

Der Begriff der Souveränität verwässert allerdings den Vergleich mit Unternehmenskonkursen. Gegenüber souveränen Staaten sind die Gläubigerrechte sehr beschränkt, da die Vermögenswerte von Staaten im Allgemeinen nicht pfändbar sind, sofern eine Pfändung nicht ausdrücklich zugelassen wird. Die Einrichtung eines geordneten Umschuldungsverfahrens würde den Schutz der Gläubigerinteressen eindeutig verstärken. Aus diesem Grund ist die Entschlossenheit, mit der sich hauptsächlich der Privatsektor gegen jede Art von gesetzlich verankerten Verfahren für die Restrukturierung von Staatsschulden ausspricht, verwunderlich.

Die Haltung der Gläubiger weist auf die Existenz eines Moral Hazard hin: Die Gläubiger scheinen der Ansicht zu sein, dass ihre Ansprüche ohne ein SDRM-Verfahren besser abgesichert sind, da sie annehmen, dass ihnen im Fall von Schwierigkeiten der IWF oder andere öffentliche Kreditgeber zu Hilfe kommen werden. Deshalb wäre für den IWF eine strenge Begrenzung der Kreditvergabe ein willkommenes Mittel, um dem Hang der Gläubiger zur Ablehnung von Umschuldungsvorschlägen entgegenzuwirken.

⁷ Die Konkursverfahren verschiedener Länder werden z. B. von Bolton (2003) behandelt.

Ähnlich wie Konkursverfahren für Unternehmen würde ein SDRM das Problem kollektiven Handelns in Situationen, in denen einem insolventen Schuldner viele Gläubiger gegenüberstehen, lösen und damit die Effizienz steigern. Ein Konkursverfahren könnte Gläubiger von einem Run auf das Vermögen des Schuldners, der dessen Wert beeinträchtigt, abhalten. Ein SDRM-Verfahren würde zudem für mehr Gerechtigkeit sorgen, indem es Schuldner durch einen Schuldenerlass, der sie von zukünftigen Eintreibungsaktionen befreit, einen Neuanfang ermöglicht. Es beließe den Schuldnern einige unpfändbare Vermögenswerte und damit für die Zukunft Einkommensströme, mit denen gewisse Verpflichtungen erfüllt und ein zukünftiger Schuldendienst abgesichert werden können.

Eines der Hauptargumente gegen ein Insolvenzverfahren für Staaten ist das Fehlen echter Sicherheiten sowie der Umstand, dass Länder keinen Substanzwert besitzen. Daher meinen die Marktteilnehmer, dass Zahlungsunfähigkeit mit unangenehmen und drastischen Begleiterscheinungen einhergehen muss, damit Schuldner Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden versuchen, das heißt, diese so lange wie möglich hinausschieben und damit auf eine Rettungsaktion setzen. Paradox daran ist, dass ein Verhalten, das dem Land im Nachhinein schadet, im Vorhinein als gut gilt, da es das erreichbare Kreditvolumen potenziell erhöht. Daher haben viele Schwellenländer argumentiert, dass bei einem derartigen Szenario ein Umschuldungsverfahren die Gläubiger abschrecken könnte, was zu einer Verringerung privater Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Märkte führen und damit vermeidbare Krisen auslösen würde.

Die Schwierigkeit liegt darin, einen Mechanismus zu schaffen, der sowohl für Schuldner als auch für Gläubiger von allem Anfang an wirtschaftliche Effizienz schafft. Ist eine gesetzliche Regelung zu hart, kann sie Investoren abschrecken, da die Wahrscheinlichkeit eines Verlusts zu hoch ist. Ist sie zu mild, werden die Kreditgeber enorme Aufschläge verlangen, da im Fall der Zahlungsunfähigkeit die Wahrscheinlichkeit einer vollständigen Rückzahlung gering ist.

Ratingagenturen definieren Zahlungsunfähigkeit generell als Unfähigkeit, eine Kapitalrückzahlung oder Zinszahlung zu der in den ursprünglichen Bedingungen einer Schuldverschreibung genannten Fälligkeit (oder innerhalb der festgelegten Nachfrist) zu leisten (Beers und Chambers, 2003). Nach Maßgabe dieser ziemlich engen Definition waren im dritten Quartal 2003 26 staatliche Emittenten verschiedener Finanzinstrumente zahlungsunfähig, wobei der Gesamtwert der betroffenen Forderungen bei rund 126 Mrd USD lag.

Standard & Poor's merken an, dass eine Finanzkrise eine wesentliche Voraussetzung für eine Umschuldung sowohl staatlicher als auch kommerzieller Kredite ist und dass die in einem Land herrschenden politischen und wirtschaftlichen Bedingungen nach wie vor die Hauptfaktoren darstellen, die die Bereitschaft und die Fähigkeit von Regierungen zum Schuldendienst beeinflussen. Im Fall von Zahlungsunfähigkeit ist für die Zeit, die zu deren Behebung erforderlich ist, nach wie vor eher die Fähigkeit der Regierung, mit den Gläubigern zu verhandeln, ausschlaggebend als der Rahmen, in dem die Verhandlungen stattfinden.

Eine Möglichkeit zur Abschätzung, ob ein Land insolvent ist, ist

die Analyse der Tragbarkeit seiner Schuldenbelastung.⁸ Solche Analysen werden sowohl von offizieller als auch von privater Seite in großem Umfang angestellt. Damit sollen Situationen erkannt werden, in denen Länder ihre Fähigkeit zur Rückzahlung des Nominalwerts ihrer Auslandsverbindlichkeiten einbüßen könnten. Allerdings ist, wie Eichengreen (2002) anmerkte, die Abschätzung, ob eine Schuldenlast noch tragbar ist oder nicht, eher eine Kunst als reine Wissenschaft. Real ist es schwierig, die zukünftige Wirtschaftsleistung eines Landes, die Zinssätze und insbesondere die Bereitschaft eines Landes, einen hohen Anteil seiner Produktion zur Bedienung der Auslandsschulden heranzuziehen, abzuschätzen (Edwards, 2001). Aus der Sicht der Leistungsbilanz müssen jene Finanzmittel, die eine Volkswirtschaft an das Ausland überweist, dem Wert nach der von der Volkswirtschaft ursprünglich übernommenen Schuld entsprechen. Damit gilt die intertemporale Bedingung dann – und nur dann – wenn ein Land die ursprünglich aufgenommenen Auslandsschulden durch ausreichend große zukünftige Leistungsbilanzüberschüsse abzahlen kann.

Länder nehmen Kredite auf, um einen im Zeitverlauf schwankenden

Verbrauch zu glätten (Obstfeld und Rogoff, 1999). Stark vereinfacht bedeutet das, dass einkommensschwache Länder im Inland zu geringe Ersparnisse bilden, um Erfolg versprechende Investitionschancen wahrnehmen zu können, und daher im Ausland Geld aufnehmen müssen. An Kapital reiche Länder verfügen über weniger Möglichkeiten für gewinnträchtige Investitionen, aber über relativ hohe Ersparnisse. Die Sparer in den entwickelten Ländern können also durch die Finanzierung von Investitionen in Entwicklungsländern höhere Renditen lukrieren. Weltweit steigt daher insgesamt der Wohlstand, wenn Kapital aus Ländern mit Kapitalüberschuss in kapitalarme Länder fließt. Wenn Länder die Leistungsbilanz- und Kapitalströme nutzen können, um ihre Volkswirtschaften im Fall negativer Schocks zu stabilisieren, entstehen zusätzliche Wohlfahrtseffekte.⁹ Allerdings können viele Länder keine Kredite in ihrer eigenen Währung aufnehmen; dies wird als Erbsündeproblem („original sin“-Problem) bezeichnet.¹⁰ Unter solchen Umständen können schockartige Änderungen des realen Wechselkurses die Probleme, die ein Land mit der Bedienung seiner Schulden hat, verschärfen. Als Reaktion darauf

⁸ Idealerweise wäre der erste Schritt bei Einleitung eines Insolvenzverfahrens für Staaten die durch eine unabhängige Stelle zu treffende Feststellung, dass die Schuldenbelastung eines Landes untragbar geworden ist. Für diese Funktion erscheint der IWF angesichts seines Auftrags zur Wahrung der Stabilität des internationalen Finanzsystems, seiner fast universellen Überwachungstätigkeit und seiner Rolle als Finanzierungsstelle als erste Wahl. Dass der IWF selbst ein Gläubiger ist, sollte sein Urteil nicht beeinträchtigen, da seine eigenen Ansprüche wegen seiner Stellung als bevorzugter Gläubiger durch eine Umschuldung nicht berührt werden. Bisher war der privilegierte Gläubigerstatus des IWF durch seine Bereitschaft, bei Unwilligkeit privater Geldgeber neues Geld billig zur Verfügung zu stellen, gerechtfertigt. Daher werden die Ansprüche des IWF von einer Schuldenumstrukturierung unberührt bleiben. Gleiches sollte auch für Ansprüche aus neuen Krediten gelten, die private Gläubiger nach Auslösung des SDRM-Verfahrens bereitstellen.

⁹ Eine davon abweichende Meinung postuliert, dass die Grenzproduktivität des Kapitals in den Volkswirtschaften der Schwellenländer auf Grund von Governance-Problemen so gering ist, dass ein Kapitaltransfer in solche Länder ineffizient wäre. Wie das Problem der Erbsünde zum Beispiel mit an das BIP gebundenen Anleihen in den Griff zu bekommen ist, beschreiben Borensztein und Mauro (2002).

¹⁰ Zu dem Problem der Erbsünde haben Eichengreen et al. (2003) eine neue Studie vorgelegt.

schränkt das Ausland die Kreditvergabe ein.

Hartnäckige Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz gelten als Vorboten zukünftiger Kreditprobleme. Die Mehrzahl der jüngsten Krisen entstand allerdings aus der Kapitalbilanz. Daher hat sich der Schwerpunkt der Analysen von einer reinen Beurteilung potenzieller Leistungsbilanzprobleme zur Betrachtung ihrer Finanzierung und damit der Anfälligkeiten, die sich aus der Kapitalbilanz ergeben können, verlagert.

Die Schuldenkrise der Achtzigerjahre und die von den Banken erlittenen Verluste können als Erklärung für den Umstieg von mittelfristigen syndizierten Krediten auf kurzfristigere Interbankkredite und Eigenkapitalfinanzierungen dienen. Ganz allgemein ist dieser Trend in der Finanzierungspraxis der neuen Märkte angesichts der Verbreiterung der Investorenbasis für die Staaten positiv. Auch können die Investoren das Risiko besser diversifizieren. Allerdings gehen die aufstrebenden Märkte größere Risiken ein, wenn die Kreditaufnahme bei öffentlichen und privaten Stellen zum Großteil in ausländischer Währung erfolgt. Damit müssen sie nicht nur auf eine ausgewogene Gebarung im Inland achten, sondern auch externe Bedingungen erfüllen. Der zukünftige Schuldendienst für Hartwährungsschulden muss aus den Nettoexporterlösen erfolgen. Anderenfalls könnten die Länder wie bei einem Pyramidenspiel („Ponzi-System“) den Schuldendienst für bestehende Hartwährungskredite durch eine ständige Ausweitung der Kapitalzuflüsse finan-

zieren. Wenn die Länder zum Abbau dieser Schulden in der Lage sein sollen, müssen letzten Endes ihre Exporte relativ stärker zunehmen als ihre Importe.

Eine weitere Schwierigkeit liegt darin, dass der Übergang von Krediten auf Anleihen die Anzahl der abgeschlossenen Kontrakte in die Höhe schnellen ließ. Bei Bankkrediten sind meist nur wenige Banken involviert. Anleihen werden hingegen direkt oder indirekt von tausenden privaten und institutionellen Anlegern erworben, was im Fall einer Umschuldung die Kommunikationsprobleme vervielfacht. In einer solchen Situation kann Herdenverhalten im Zusammenwirken mit negativen Externalitäten Panikverkäufe auslösen, was eine Einbeziehung des privaten Sektors in das Verfahren noch erschwert.

Obwohl die Zahlungsunfähigkeit von Staaten ein weit verbreitetes Problem¹¹ zu sein scheint, sind die Märkte immer noch bereit, an bereits zahlungsunfähige Länder oder Länder mit einem schwachen Steuer- oder Finanzsystem Kredite zu vergeben.¹² Dieses Verhalten kann auf irrationalen Überschwang, die für Investoren hohen Kosten der Informationsbeschaffung, durch das Herdenverhalten der Anleger bedingtes anfänglich positives Feedback, das prozyklische Wesen der Kapitalmärkte¹³ sowie das ständige Streben nach Renditen zurückzuführen sein. Die Regierungen haben nicht immer die institutionellen Kapazitäten, um die Höhe der Kapitalzuflüsse und die mit einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme verbundenen Risiken zu überwachen. Multilate-

¹¹ Einen Überblick bieten Beers und Chambers (2003).

¹² Solche Länder werden als „schuldenintolerante Volkswirtschaften“ bezeichnet. Dieses Thema wurde von Reinhart et al. (2003) behandelt.

¹³ Eine Studie zur Prozyklizität von Kapitalströmen liegt z. B. von Kaminsky et al. (2003) vor.

ralen Institutionen fehlt es an Einfluss, um die aufstrebenden Märkte vor den Gefahren des hochmobilen „heißen Geldes“ zu warnen. Schon Bulow und Rogoff (1990) forderten Änderungen in den rechtlichen und institutionellen Bedingungen mit dem Ziel, dass sich die Kapitalströme aus weniger Kreditaufnahmen und mehr direkten Auslandsinvestitionen und anderen Formen der Eigenkapitalfinanzierung zusammensetzen sollten. Ein SDRM-Verfahren würde vielleicht eine solche institutionelle Veränderung darstellen. Es könnte einerseits zwar die Häufigkeit übermäßiger und seitens des Schuldners spekulativer Kreditaufnahmen verringern, andererseits aber auch die Kapitalströme zulasten der Wirtschaftsleistung verändern.

4 Argumente für ein SDRM-Verfahren: Anreize und Marktversagen

Der gegenwärtige Mechanismus zur Krisenbewältigung ist ein Spiel mit drei Parteien: Privatsektor, Staat und IWF. Angesichts des Fehlens klarer Regelungen für die Krisenbewältigung haben sowohl der private Sektor als auch der Staat ein ausgeprägtes Interesse an großzügigen Versicherungsleistungen durch die dritte Partei, den IWF (Goldstein, 2001). Weder der Privatsektor noch der Staat sehen einen Grund dafür, die Spielregeln zu ändern, so lange der IWF das potenzielle negative Risiko großteils abdeckt. Beide betrachten den IWF als im Zeitverlauf inkonsequent¹⁴, da er die von ihm verlautbarten Grundsätze über die Einbeziehung des privaten Sektors, die Ablehnung finanzieller Hilfsaktionen für Staaten und die

strenge Durchsetzung von Zugangsbeschränkungen wiederholt verletzt hat.

Dennoch wird, wenn wir die für alle drei Parteien bestehenden Anreize untersuchen, klar, dass ein Umschuldungsverfahren im Interesse aller Beteiligten wäre. Für den privaten Sektor und den Staat kommt es letztlich darauf an, den Teilwert der Forderungen bzw. die Funktionsfähigkeit der Volkswirtschaft zu erhalten. Für den IWF würde ein SDRM unter anderem auch das Problem der eigenen Inkonsequenz bei der gegenwärtigen Kreditvergabepraxis lösen.

Der Privatsektor hat wegen des wachsenden Anteils von Anleihen an der Staatsschuld und des Umstands, dass die meisten Inhaber staatlicher Anleihen deren Wert zu Marktpreisen bewerten müssen, ein starkes Interesse daran, über eine Umschuldung frühzeitig zu verhandeln. Langwierige Verhandlungen schaden der Wirtschaft und drücken den Marktwert der Gläubigeransprüche. Damit kommt es zu einer Konvergenz zwischen Schuldner- und Gläubigerinteressen.

Die Interessenlage des Staats als Schuldner ist ähnlich. Eine geordnetere Umstrukturierung der untragbar gewordenen Schuldenlast eines Staats würde den Schaden für die Volkswirtschaft des Schuldnerlandes begrenzen und die Aussichten der Gläubiger auf Rückzahlung verbessern. Bei entsprechender Gestaltung wäre das Verfahren sowohl für Schuldner als auch Kreditgeber sehr attraktiv. Auf Seiten der Gläubiger würde sich das Moral-Hazard-Risiko hinsichtlich leichtsinniger Kreditvergaben verringern, da die Kreditgeber keinen Schutz vor Verlust mehr erwarten können, falls der Kreditnehmer in ernste Schwie-

¹⁴ Eine Politik gilt als im Zeitverlauf inkonsequent, wenn sie zwischen klaren Regeln und völlig freiem Ermessen schwankt und daher nicht glaubwürdig ist.

rigkeiten gerät. Gleichzeitig wären die Gläubiger bei einer frühzeitigen Anwendung des Umstrukturierungsverfahrens im Krisenfall besser in der Lage, ihre Länderrisiken zu steuern. Damit könnte man eventuell das Ausmaß der erforderlichen Umstrukturierungen begrenzen und die Verluste der Gläubiger beschränken, die im Fall eines ungeordneten und sich lange hinziehenden Verfahrens nicht in der Lage wären, ihre Kredite vor dem Eintritt der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners zu kündigen.

Der IWF würde von einem SDRM-Verfahren profitieren, da der Einsatz seiner Mittel unter den gegenwärtigen Bedingungen den Umstrukturierungsprozess nicht auf die gewünschte Weise beeinflusst. In den vergangenen Jahren war der IWF mit Problemen konfrontiert, die nur dadurch gelöst werden konnten, dass private Gläubiger aufgefangen wurden. Andernfalls wäre es zu einem Finanzkollaps gekommen, der dem Schuldnerland hohe Kosten verursacht und über einen Dominoeffekt unter Umständen das internationale Finanzsystem destabilisiert hätte. Es bestand keine Möglichkeit für eine rechtzeitige Schuldenumstrukturierung, die die Finanzierungs- und Anpassungserfordernisse verringert hätte. Während die Politik des IWF, Kredithilfe trotz bereits aufgelaufener Zahlungsrückstände zu gewähren („lending into arrears“), hilfreich war, schuf sie dennoch nicht jenen Spielraum, der für eine geordnete Umschuldung erforderlich ist. Daher, wird argumentiert, ist ein Verfahren zur Umstrukturierung von Staatsschulden als glaubwürdige Alternative zur Qual der Wahl

zwischen großen finanziellen Rettungsaktionen und der Vernichtung des nationalen und internationalen Wohlstands notwendig.

Die Finanzmärkte werden oft als perfekt dargestellt und sollen angeblich eine optimale Ressourcenallokation bewirken. Das trifft jedoch nur dann zu, wenn die Märkte vollkommen und effizient sind. Allerdings gibt es weder einen Markt noch eine Versicherung für alle zukünftigen Weltzustände. Diese Lücke sollen Derivate füllen. Die Finanzmärkte sind jedoch für Marktversagen anfällig, da die Erträge der auf ihnen gehandelten Werte über längere Zeiträume verteilt sind. Diese Erträge hängen von zukünftigen Weltzuständen ab und unterliegen daher Unsicherheiten und Informationsasymmetrien. Typisch sind Herdenverhalten und Externalitäten, weil Bewertungen von der kollektiven Einschätzung zukünftiger Ergebnisse abhängig sind. Zudem ist damit zu rechnen, dass es beim öffentlichen Gut Finanzstabilität ohne bewusste Interventionen öffentlicher Stellen zu einer Unterversorgung kommt.

Die internationale Finanzarchitektur muss insbesondere die folgenden drei Formen von Marktversagen berücksichtigen:¹⁵ 1. Informationsasymmetrien, 2. Aggregationseffekte und Externalitäten und 3. das mangelnde Angebot an öffentlichen Gütern.

1. Effiziente Märkte setzen vollkommene Information voraus. Die Finanzmärkte sind von Natur aus informationsbasiert und damit anfällig für Informationsasymmetrien. Daraus ergeben sich zwei spezifische Probleme: Erstens jenes der adversen Selektion, wobei es im Wesentlichen darum

¹⁵ Einen ausgezeichneten Überblick über Fälle von Marktversagen und Literaturhinweise bieten Mas-Collel et al. (1995) und Sachs (1995).

geht, wie ein Insider geheime Informationen über ein wesentliches exogenes Merkmal eines Guts glaubwürdig an einen Outsider übermitteln kann. Zweitens das Problem des Moral Hazard, das eine Folge von Informationsasymmetrien ist, wobei der Insider wirtschaftliche Resultate herbeiführen kann, der Outsider aber nicht in der Lage ist, die Handlungen des Insiders zu beobachten oder nachzuvollziehen. Das führt zu Inkonsequenzen im Zeitverlauf und gegenüber dem bei voller Information bestehenden Gleichgewicht üblicherweise zu suboptimalen Resultaten.

2. Die Entscheidungen einzelner Akteure hängen davon ab, welche Handlungen sie von anderen erwarten. Die daraus entstehende Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Handlungen anderer Akteure erzeugt Kosten, die im Prinzip durch eine Versicherung gesenkt werden könnten, was in der Praxis aber oft nicht möglich ist.¹⁶ Auf den Finanzmärkten bedeutet die Unmöglichkeit, verbindliche bedingte Verträge über zukünftige Weltzustände einzugehen, dass einzelne Akteure sich vor den Konsequenzen potenzieller Handlungen anderer schützen müssen. Allerdings kann eine individuell vernünftige Verhaltensweise zu suboptimalen Ergebnissen führen, wenn sie bei einer großen Anzahl von Akteuren gleichzeitig auftritt. Es sind Aggregationseffekte dieser Art, die Phänomene wie überschießende Entwicklungen und multiple Gleichgewichte hervorbringen. Sobald innerhalb eines Marktes ein anfängliches

Gleichgewicht gestört wird, kann die dadurch ausgelöste Bewegung an Dynamik gewinnen. Ein neues Gleichgewicht stellt sich allerdings nicht unbedingt sofort ein. Auch gibt es keine Garantie dafür, dass ein neues Gleichgewicht für die Gesellschaft günstiger als das vorhergehende sein wird.

3. Öffentliche Güter nutzen allen, können aber nicht leicht in Rechnung gestellt werden, woraus sich die Gefahr einer Unterversorgung ergibt. Auch Information besitzt Merkmale eines öffentlichen Guts. Gleiches gilt für die Stabilität des Finanzsystems (dessen Funktionsfähigkeit ebenfalls von einer Vielzahl öffentlicher Güter abhängig ist). Fehlt eine Infrastruktur zur Bereitstellung öffentlicher Güter, sind die Unsicherheiten größer und die Kosten von Finanzvereinbarungen höher. Die Märkte werden kleiner und sind störungsanfälliger.

Welche Konsequenzen hat ein Versagen des Marktes auf das internationale Finanzsystem?

1. Informationsasymmetrien können bei grenzüberschreitender Kreditvergabe auf Grund von Wechselkurs- und Transferrisiken relativ bedeutend sein. Die staatliche Immunität und das Fehlen internationaler Insolvenzverfahren komplizieren die Lage.
2. Externalitäten und Aggregationseffekte stellen auf internationaler Ebene ein wesentliches Problem dar. Kaminsky und Reinhart (1999) haben beschrieben, wie eine inländische Bankenkrise zu einer Währungskrise führen kann, die ihrerseits die Bankenkrise verschärft und die realen Kosten für

¹⁶ Ein klassisches Beispiel dafür ist das „Gefangenendilemma“.

die Gesamtwirtschaft in die Höhe treibt. Auf nationaler Ebene traditionell eingesetzte Instrumentarien wie das Spannen von Sicherheitsnetzen oder die Existenz eines Lender of Last Resort gibt es auf internationaler Ebene nicht. Der IWF übt manche dieser Funktionen aus, hat aber weder die Mittel noch die Macht, um einen wirklich glaubwürdigen Schutz vor Turbulenzen im Finanzsystem zu bieten.

3. Ein weiterer Faktor ist das Problem kollektiven Handelns. Darunter versteht man etwa einen „Run auf die Ausgänge“ – eine Massenflucht also, im Zuge derer die Gläubiger versuchen, ihre individuellen Verluste zu minimieren und damit eine Krise mit vermeidbaren realen Kosten auslösen; einen „Run auf die Gerichte“ oder einen „Run auf Vermögenswerte“, wenn rasch handelnde Gläubiger Gerichtsverfahren einleiten bzw. Vermögenswerte pfänden lassen können; und das Problem der hinhaltenden Gläubiger, wenn eine Minorität von Gläubigern eine Umschuldung, die für die Mehrheit der Gläubiger vorteilhaft wäre, scheitern lassen kann.¹⁷ Zusätzlich können Schuldner ein Interesse daran haben, aus opportunistischen Gründen zahlungsunfähig zu werden – wenn

es ihnen zu leicht gemacht wird, sich zahlungsunfähig zu erklären, werden sich die Schuldner eher zahlungsunwillig denn zahlungsunfähig zeigen (Bulow, 2002).

Angesichts der weitgehend positiven Anreize für alle drei beteiligten Parteien sowie der Möglichkeit zur Korrektur eines Marktversagens ist das, was wir beobachten, vielleicht ein „tragedy of the commons“-Problem (Tragödie des Gemeinguts; Hardin, 1968): Keine Partei hat ein ausreichend starkes Interesse an der Einführung eines SDRM-Verfahrens, wenngleich insgesamt jeder davon profitieren würde.

5 Umschuldungsklauseln und Verhaltenskodex als Nebenprodukte der SDRM-Diskussion

Die Vorschläge für ein Verfahren zur Umstrukturierung von Staatsschulden veranlassten eine Reihe privater Gläubiger zum Handeln. In einem Schreiben vom April 2002 an den Internationalen Finanz- und Währungsausschuss (International Monetary and Financial Committee – IMFC) brachte das Institute for International Finance seine Überzeugung zum Ausdruck, dass Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CACs) einen wichtigen Beitrag zur Bewältigung von Finanzkrisen souveräner Staaten leisten könnten.¹⁸ Damit sollten im

¹⁷ In der Terminologie der Spieltheorie wäre dies ein nicht kooperatives Nash-Gleichgewicht, das einem kooperativen unterlegen ist.

¹⁸ Umschuldungsklauseln beinhalten üblicherweise 1. Umstrukturierungsbestimmungen, die eine qualifizierte Mehrheit von Anleihehabern innerhalb derselben Emission ermächtigt, alle Anleihehaber an die Bedingungen einer Restrukturierungsvereinbarung zu binden; 2. Vollstreckungsbestimmungen, die eine qualifizierte Mehrheit von Anleihehabern dazu berechtigen, eine Minderheit von Anleihehabern innerhalb derselben Emission an einer vorzeitigen Fälligestellung ihrer Ansprüche bei Zahlungsausfall zu hindern und eine bereits stattgefundene vorzeitige Fälligestellung wieder rückgängig zu machen und 3. Urkunden, die das Recht zur Einleitung rechtlicher Schritte im Namen aller Anleihehaber an einen Treuhänder übertragen, der nur auf Aufforderung durch einen bestimmten Prozentsatz von Anleihehabern tätig werden kann, und die sicherstellen, dass alle Erlöse aus einem Prozess gleichmäßig auf alle Anleihehaber aufgeteilt werden.

Wesentlichen Fortschritte auf dem Weg zu einem SDRM verhindert werden. Diese Haltung unterschied sich grundlegend von dem Agnostizismus, mit dem man dem Gedanken an derartige Klauseln vor der Vorlage des IWF-Vorschlags für einen Umschuldungsmechanismus begegnet war.

Die Verwendung solcher Vertragsklauseln war von der internationalen Finanzwelt schon seit der entsprechenden Empfehlung durch die G-10 in ihrem Bericht über die Bewältigung staatlicher Liquiditätskrisen 1996 (Gruppe der Zehn, 1996) erwogen worden. Bis zum Beginn der SDRM-Debatte waren die erzielten Ergebnisse allerdings enttäuschend. Nur das Vereinigte Königreich und Kanada hatten von sich aus in ihre Fremdwährungsanleihen Umschuldungsklauseln aufgenommen. Die Mitgliedstaaten der EU folgten im Juni 2002 im Bestreben, mit gutem Beispiel voranzugehen. Als sich schließlich Mexiko dazu entschloss, Umschuldungsklauseln in eine internationale Anleihe aufzunehmen, begannen auch viele Schwellenländer, solche Klauseln in Erwägung zu ziehen. Seither haben zahlreiche Schwellenländer, darunter Korea, Südafrika und Uruguay, ihre Anleihen mit Umschuldungsklauseln ausgestattet, ohne spürbare Auswirkungen auf deren Kurs hinnehmen zu müssen. (IWF, 2003).

Von offizieller Seite sah man in diesem Ansatz den Vorteil, dass er eine universelle Rechtsgrundlage schaffen würde, ohne eine Änderung des IWF-Übereinkommens erforderlich zu machen. Offen blieb allerdings, wie man die Schuldner und Gläubiger dazu bringen würde, solche Bestimmungen in ihre eigenen Verträge aufzunehmen. Als Folge der Erkenntnis, dass ein Regelwerk zur Gestaltung der Beziehungen zwischen

Gläubigern und staatlichen Schuldnern im Fall von Zahlungsschwierigkeiten erforderlich ist, wäre es jedenfalls sinnvoller gewesen, ein solches auf internationaler Ebene einzuführen, anstatt entsprechende nationale Gesetze zu verabschieden. Letzteres würde die Parteien zwingen, sich auf einen solchen Mechanismus auf Basis nationaler Rechtsvorschriften zu einigen, was bei verschiedenen Rechtsordnungen nicht unbedingt ein einfaches Unterfangen ist.

Statt über eine mögliche gesetzliche Regelung zu verhandeln, begannen jedoch sowohl die Banque de France als auch das Institute for International Finance mit der Entwicklung eines freiwilligen Verhaltenskodex. Dieser wäre Bestandteil eines nicht gesetzlich verankerten Instrumentariums, das eine Reihe übergeordneter, auf Treu und Glauben beruhender Grundsätze umfasst, die die Beziehungen zwischen einzelnen Staaten und dem privaten Sektor regeln sollen und auf dem „good faith“-Kriterium des IWF aufbauen, das auch Bestandteil der IWF-Regeln für die Kreditvergabe bei bereits aufgelaufenen Zahlungsrückständen ist.

Ein solch freiwilliger Verhaltenskodex würde auf verschiedenen Grundregeln für die Prävention and Bewältigung von Staatsschuldenkrisen basieren und wäre auf die Lösung der verschiedensten Zahlungsprobleme, die sich zwischen einem Schuldnerstaat und seinen Gläubigern ergeben können, anwendbar. Der Kodex wäre eine freiwillige, unverbindliche Erklärung von auf dem Markt bereits geübten guten Praktiken und wäre im Einzelfall individuell anwendbar.

Die im Kodex enthaltenen Grundsätze sollen sicherstellen, dass das Verfahren zur Bewältigung staatlicher Zahlungsprobleme zeitnah, transpa-

rent, repräsentativ, rasch und für die Gläubiger untereinander fair gestaltet wird und für Gerechtigkeit zwischen dem Schuldner und seinen Gläubigern sorgt. Der Kodex beinhaltet z. B. Bestimmungen, die einen frühzeitigen Dialog zwischen einem Schuldnerstaat und seinen ausländischen privaten Kreditgebern gewährleisten, um unter den Gläubigern Gerechtigkeit zu erreichen und den Verhandlungsprozess vorhersehbar und transparent zu gestalten. Damit sollen der Marktunsicherheit und deren nachteiligen Auswirkungen auf den Wert der Ansprüche begegnet werden. Außerdem ermöglicht der Kodex den Gläubigern eine Mitwirkung am Entwurf der Umschuldungsvereinbarung.

Während die Schaffung des Verhaltenskodex zu begrüßen ist, bleibt dieser angesichts seines freiwilligen Charakters zahnlos. Er kann zwar strittige Fragen, wie etwa die Höhe eines Schuldenerlasses bei ernststen Zahlungsproblemen eines Landes, thematisieren, aber keine verbindlichen Lösungen anbieten. Ein typisches Beispiel ist die Frage, wie stark sich der Barwert der Gläubigeransprüche verringern muss. Hier ist sorgfältig zwischen dem Erhalt der Wachstumskapazität der Volkswirtschaft des Schuldnerlandes – und damit seiner Fähigkeit, im Lauf der Zeit Zahlungen zu leisten – und den legitimen Interessen der Gläubiger, also ihrem Recht auf Rückzahlung, abzuwägen. Eine weitere Frage bezieht sich darauf, wie viel zusätzliches Steueraufkommen vom Schuldner zur Befriedigung seiner Gläubiger verlangt werden kann, auch wenn dies das Wirtschaftswachstum und das verfügbare Pro-Kopf-Einkommen des Schuldnerlandes reduziert. Es ist fraglich, ob ein solches Gleichgewicht durch eine freiwillige Vereinbarung ohne Mitwirkung einer unabhän-

gigen Schlichtungsstelle erreicht werden kann.

Eine unabhängige Schlichtungsstelle kann, mit anderen Worten, aus folgendem Grund erforderlich sein: Wenn der IWF entscheidet, bei bereits bestehenden Zahlungsrückständen einen weiteren Kredit zu gewähren, engt er den Spielraum für Verhandlungen zwischen einem Schuldnerland und seinen Gläubigern über die Höhe des für die Auslandsschuld zu leistenden Zinsendiensts beträchtlich ein. Natürlich ist der IWF verpflichtet, solche Entscheidungen mit der größtmöglichen Unparteilichkeit zu treffen, doch muss er gleichzeitig sicherstellen, dass die mittelfristigen Aussichten für eine wirtschaftliche Erholung nicht gefährdet werden. Bei der Festlegung der von einem Land zu fordernden fiskalischen Anstrengungen muss der IWF nicht nur abwägen, was im Schuldnerland politisch möglich ist, sondern auch, was geleistet werden sollte. Wie weit ein Land zur Bedienung seiner Auslandsschulden fiskalische Maßnahmen setzen kann, ist unter anderem vom relativen Pro-Kopf-Einkommen abhängig. Der IWF muss sich bei einer weiteren Kreditvergabe bei bereits bestehenden Zahlungsrückständen auch darüber im Klaren sein, dass er damit Präzedenzfälle schafft, die die Einschätzung der Märkte, wann ein Land einen Schuldenstand erreicht, den der IWF als nicht mehr voll bedienbar erachtet, beeinflussen. Private Gläubiger besitzen gegenüber solchen Vereinbarungen kein Vetorecht.

6 Schlussfolgerungen

Auch wenn es derzeit kaum mehr einen wissenschaftlichen Konsens über einen SDRM oder politische Unterstützung für diese Idee gibt,

war die Debatte darüber dennoch nützlich und hat greifbare Resultate hervorgebracht:

- Ein neues Bewusstsein für das Problem der Staatsverschuldung und eine stärkere Konzentration des IWF auf die Operationalisierung von Konzepten wie der Schulden-tragfähigkeit und dem Bilanzan-satz;
- eine Suche nach Zwischenlösungen und deren teilweise Umsetzung, wie z. B. die Verwendung von Umschuldungsklauseln und
- einen möglichen Konsens zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor über Teile eines freiwilligen Verhaltenskodex.

Trotz dieser positiven Entwicklungen fehlt dem internationalen Finanzsystem immer noch ein wirkungsvolles Verfahren für eine geordnetere Umstrukturierung der Staatsschulden von Ländern, die nicht in der Lage sind, ihren Schuldendienst zur Gänze und zeitgerecht zu leisten. Eine solche Regelung wäre im Interesse des internationalen Finanzsystems, da eine unkontrollierte Zahlungsunfähigkeit eines Landes mit einem untragbar gewordenen Schuldenprofil Kosten verursachen kann, die sozial ineffizient sind und sowohl den Schuldner als auch die Kreditgeber schädigen. Durch die vom IWF erarbeiteten Vorschläge für die Einrichtung geordneterer Verfahren wurden wesentliche Erkenntnisse dahingehend gewonnen, wie die legitimen Interessen der Gläubiger mit der Notwendigkeit der Erhaltung des Wirtschaftspotenzials des Schuldnerlandes, das den besten

Schutz für Gläubigeransprüche darstellt, vereinbart werden können.

Es wurden auch beträchtliche Fortschritte bei der Findung jener Verfahren erreicht, die die beste Garantie dafür bieten, dass auf einen Interessenausgleich abzielende Entscheidungen ausgewogen und fair sind und die Kreditkultur erhalten bleibt. Letzteres ist sehr wichtig und möglicherweise sogar der Hauptzweck des SDRM: Wie kann sichergestellt werden, dass Schwellenländer zu den geringstmöglichen Kosten Zugang zu internationalen Krediten bekommen, gleichzeitig aber die Marktdisziplin erhalten bleibt und das Problem einer ungebührlichen Kreditvergabe oder -aufnahme durch Gläubiger bzw. Schuldner vermieden oder minimiert werden kann. Ein SDRM sollte demnach nur dann zum Einsatz kommen, wenn ein Problem durch freiwillige oder marktorientierte Ansätze nicht zu lösen ist. Es sollte weder bereits praktizierte, gut funktionierende Umschuldungsverfahren ersetzen noch zu einer opportunistischen Flucht in die Zahlungsunfähigkeit animieren.

Die Erfahrung zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit, dass es in der internationalen Finanzarchitektur zu signifikanten Änderungen kommt, beschränkt ist.¹⁹ Reformvorschläge gibt es immer wieder, doch scheinen diese sowohl hinsichtlich der zu mobilisierenden Sympathien als auch der Regelmäßigkeit, mit der alte Ideen neu belebt und schließlich wieder verworfen werden, gewissen zyklischen Schwankungen zu unterliegen. Üblicherweise kulminiert das Interesse an ehrgeizigen Reformvorhaben kurz

¹⁹ Auch auf staatlicher Ebene können Konkursverfahren sehr kontroversiell und politisch spaltend sein. So waren z. B. zumindest sieben Anläufe erforderlich, um in den USA ein Konkursrecht einzuführen. Während der erste Versuch bereits 1789 unternommen worden war, wurde das erste richtige Konkursverfahren erst 1898 gesetzlich beschlossen; siehe auch Bolton (2003).

nach Ausbruch einer Krise und geht mit dem Nachlassen der Turbulenzen und der Verbesserung der Stimmung auf dem Markt wieder allmählich zurück. Es wird vermutlich noch lange dauern, bis ein gesetzlich verankertes Insolvenzverfahren als wesentlicher Baustein der internationalen Finanzarchitektur akzeptiert wird. Außerdem wird ein solches zukünftiges Verfahren vermutlich von Beginn an vielfache Ausnahmen und Ausstiegsklauseln enthalten, aber dennoch den Aufwand wert sein. Letzten Endes handelt es

sich bei Regelungen sowohl mit einer gesetzlichen Verankerung als auch ohne diese um Initiativen, die eine Alternative zum IWF als Lender of Last Resort anstreben (Fischer, 1999). Und wenngleich der Widerstand gegenüber einer tief greifenden institutionellen Änderung stark und nachdrücklich ist, erscheint eine solche vielleicht nur so lange als unmöglich als sie nicht Realität geworden ist. Ist sie einmal da, wird es scheinen, als hätte sie in dieser Form schon immer kommen müssen (Rogoff, 1999).

Literaturverzeichnis

- Allen, M., C. Rosenberg, C. Keller, B. Setser und N. Roubini. 2002.** A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. IWF Working Paper 02/210.
- Banque de France. 2003.** Towards a Code of Good Conduct on Sovereign Debt Re-Negotiation. Paris: Banque de France.
- Becker, T., A. J. Richards und Y. Tchaicharoen. 2001.** Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly? IWF Working Paper 01/92.
- Beers, D. T. und J. Chambers. 2003.** Sovereign Defaults: Heading Lower in 2004. In: RatingsDirect. September 18.
- Bolton, P. 2003.** Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World. IWF Staff Paper 50, Special Issue.
- Borensztein, E. und P. Mauro. 2002.** Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds. IWF Policy Discussion Paper 02/10.
- Buchheit, L. C. und G. M. Gulati. 2002.** Sovereign Bonds and the Collective Will. Working Paper 34. Georgetown-Sloan Project on Business Institutions.
- Bulow, J. und K. Rogoff. 1990.** Cleaning Up Third-World Debt Without Getting Taken to the Cleaners. In: Journal of Economic Perspectives 4 (Winter). 31–42.
- Bulow, J. 2002.** First World Governments and Third World Debt. In: Brookings Papers on Economic Activity 1. 229–256.
- Chang, R. und A. Velasco. 1998.** Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model. NBER Working Paper 6606. Juni.
- Cornelli, F., B. Eichengreen, L. Felli, J. R. Franks, C. Greenwood, H. Mercer, R. Porter und G. Vitale. 1995.** Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors. London: Centre for Economic Policy Research.
- Dell’Arricia, G., I. Schnabel und J. Zettelmeyer. 2002.** Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test. IWF Working Paper 02/181.
- Edwards, S. 2001.** Does the Current Account Matter? NBER Working Paper 8275.
- Eichengreen, B. 2002.** Crisis Resolution: Why We Need a Krueger-Like Process to Obtain a Taylor-Like Result. 4. Februar 2004: <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy.html>.
- Eichengreen, B., R. Hausmann und U. Panizza. 2003.** The Mystery of Original Sin. In: Eichengreen, B. und R. Hausmann (Hrsg.). Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies. Chicago: University of Chicago Press.

- Eichengreen, B., K. Kletzer und A. Mody. 2003.** Crisis Resolution: Next Steps. NBER Working Paper 10095.
- Fischer, S. 1999.** On the Need for an International Lender of Last Resort. In: *Journal of Economic Perspectives* 13. 85–104.
- Fischer, S. 2002.** Financial Crises and Reform of the International Financial System. NBER Working Paper 9297.
- Goldstein, M. 2001.** Debt Sustainability, Brazil, and the IMF. IIE Working Paper 03-1.
- Gruppe der Zehn. 1996.** The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: The Rey Report. Washington, D.C.: IWF.
- Hardin, G. 1968.** The Tragedy of the Commons. *Science* 162. 1243–1248.
- IWF. 1999.** Involving the Private Sector In Forestalling and Resolving Financial Crises. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/01/index.htm>.
- IWF. 2000.** Communiqué des IMFC. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2000/pr0054.htm>.
- IWF. 2001.** Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Restructuring International Sovereign Bonds. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/ips/pdf>.
- IWF. 2002a.** Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/081402.htm>.
- IWF. 2002b.** Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/081402.htm>.
- IWF. 2002c.** The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/112702.htm>.
- IWF. 2003a.** Global Financial Stability Report. März 2003. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr2003/01/index.htm>.
- IWF. 2003b.** Global Financial Stability Report, September 2003. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2003/02/index.htm>.
- IWF. 2003c.** Access to International Capital Markets for First-Time Sovereign Issuers. März 2003. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/np/icm/2003/eng/111703.htm>.
- Institute of International Finance. 2002.** Letter to the Honorable Gordon Brown, Chairman of the International Monetary and Financial Committee. 4. Februar 2004: <http://www.iif.com/data/public/icdc0402.pdf>
- Jubilee Plus. 2002.** Resolving International Debt Crises: The Jubilee Framework for International Insolvency. London: Jubilee Plus. http://www.jubileeplus.org/analysis/reports/jubilee_framework.html.
- Kahler, M. 2000.** The New International Financial Architecture and its Limits. In: Noble, G. W. und J. Ravenhill (Hrsg.), *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kamin, S. B. 2002.** Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets. *International Finance Discussion Paper* 736.
- Kaminsky, G. L. und C. M. Reinhart. 1999.** The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems. In: *The American Economic Review* 89(3). Juni. 473–500.
- Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart und C. A. Végh. 2003.** When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Policies. Mimeo.
- Kenen, P. B. 2001.** *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?* Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Krueger, A. O. 2001.** International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.
- Krueger, A. O. 2002a.** *New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington, D.C.: IWF.

- Krueger, A. O. 2002b.** New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking. 4. Februar 2004: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>.
- Mas-Collel, A., M. D. Whinston und J. R. Green. 1995.** Microeconomic Theory. Oxford: Oxford University Press.
- Mussa, M. 2002.** Reflections on Moral Hazard and Private Sector Involvement in the Resolution of Emerging Market Financial Crises. 4. Februar 2004: <http://www.bankofengland.co.uk/conferences/conf0207/mussa.pdf>.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff. 1999.** Foundations of International Macroeconomics (4. Auflage). Cambridge, M.A.: The MIT Press.
- Padoa-Schioppa, T. und F. Saccomani. 1994.** Managing a Market-Led Global Finance System. In: Kenen, P. B. (Hrsg.). Managing the World Economy Fifty Years after Bretton Woods. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Raffer, K. 1990.** Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face. In: World Development 18(2). Februar. 301–313.
- Raffer, K. 2002.** Solving Sovereign Debt Overhang by Internationalising Chapter 9 Procedures. In: Studien von Zeitfragen 36. Internet issue 2002.
- Reinhart, C. M., K. Rogoff und M. A. Savastano. 2003.** Debt Intolerance. NBER Working Paper 9908.
- Rieffel, L. 2003.** Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Rogoff, K. 1999.** International Institutions for Reducing Global Financial Instability. NBER Working Paper 7265.
- Rogoff, K. und J. Zettelmeyer. 2002.** Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001. IWF Staff Paper 49. 470–503.
- Roubini, N. 2001.** Bail-Ins, Bailouts, Burden Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution: The G-7 Framework and Some Suggestions on the Open Unresolved Issues. 4. Februar 2004: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/bailins.doc>.
- Roubini, N. und B. Setser. 2003.** Improving the Sovereign Debt Restructuring Process. Washington, D.C.: Institute for International Finance.
- Sachs, J. 1995.** Do We Need an International Lender of Last Resort. 4. Februar 2004: <http://www.ksg.harvard.edu/cid/ciddirector/publicat.html#Working>.
- Shleifer, A. 2003.** Will the Sovereign Debt Market Survive? NBER Working Paper 9493.
- Taylor, J. 2002.** Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective. 4. Februar 2004: <http://www.iie.com/publications/papers/taylor0402.htm>.
- Thomas, J. P. 2002.** Bankruptcy Proceedings for Sovereign State Insolvency and Their Effect on Capital Flows. University of Edinburgh. Mimeo.
- Varma, P. 2003.** Sovereign Bond Defaults, Rating Transitions, and Recoveries (1985–2002). 4. Februar 2004: http://www.iiiglobal.org/topics/sovereign/Sovereign_Bond_Defaults_Levey.pdf.
- White, M. J. 2002.** Sovereigns in Distress: Do They Need Bankruptcy? In: Brookings Papers on Economic Activity 1. 287–320.