

# Ungewissheit um Umschuldungen

Die Rahmenbedingungen, nach denen Staaten umschulden können, sind nach dem New Yorker Urteil zu Argentinien unklar. Der IWF erwägt, die privaten Gläubiger in die Pflicht zu nehmen. **DIRK NIEPELT**

**K**äufer von Staatsanleihen sind nicht zu beneiden, insbesondere wenn sie Papiere von Schwellenländern oder hoch verschuldeten Volkswirtschaften halten. Denn neben Kreditrisiken sind diese Titel auch erheblichen institutionellen und rechtlichen Unsicherheiten ausgesetzt. Zwei wichtige Ursachen für diese Unsicherheiten sind Thomas Griesa, Richter am US-Distriktgericht in Manhattan, und der Internationale Währungsfonds (IWF).

Thomas Griesa hatte im Dezember 2011 für Unruhe am Markt für riskante Staatsanleihen gesorgt, als er eine Klage des Anlagefonds NML Capital gegen Argentinien stützte. Argentinien, so Griesa, behandle seine Gläubiger unterschiedlich und verstosse damit gegen die Pari-passu-Klausel. Konkret wolle Argentinien diejenigen Gläubiger bedienen, die nach dem letzten Staatsbankrott im Jahr 2001 in eine Umschuldung eingewilligt und neue Schuldtitel akzeptiert hatten, schliesse aber eine gütliche Einigung mit den anderen Gläubigern – den Holdout-Gläubigern – kategorisch aus.

## Furcht vor Rechtsunsicherheit

Griesa forderte Argentinien auf, die Forderungen der Holdout-Gläubiger bzw. ihrer Rechtsnachfolger wie NML Capital in vollem Umfang zu begleichen, obwohl Investoren, die die Umschuldung akzeptiert hatten, herbe Verluste hatten tragen müssen. Ausserdem untersagte Griesa den Banken, im Auftrag Argentinien Zahlungen an die Gläubiger der neuen Anleihen, nicht aber die Holdout-Gläubiger zu leisten.

Dies stürzte Argentinien in ein Dilemma: Entweder brach es sein eigenes, gesetzlich verankertes Versprechen, die Holdout-Gläubiger nicht im Nachhinein zu bevorzugen, oder aber es konnte seine Verpflichtungen aus den neu herausgegebenen Anleihen nicht erfüllen. Argentinien's Vorschlag, die Holdout-Gläubiger gemäss den Konditionen der ursprünglichen Umschuldung zu befriedigen, wurde nicht akzeptiert. Höhere Instanzen bis hinauf zum Supreme Court stützten Griesa's Urteile trotz politischer Interventionen oder erklärten sich für nicht zuständig. Möglichkeiten zur Entschärfung des Dilemmas wurden ausgelotet, aber nicht ergriffen. Das Land geriet daher erneut in Zahlungsverzug.

Traditionell wurde die Pari-passu-Klausel dahingehend interpretiert, dass im Fall eines Zahlungsausfalls die Gleichrangigkeit von Forderungen sichergestellt werden müsse. Die New Yorker Entscheidung hat mit dieser Auslegung gebrochen und damit für Kopfschütteln gesorgt. Viele Juristen wundern sich, welche allgemeingültigen Schlussfolgerungen der Hinweis auf Argentinien's «Course of Conduct» im Urteil zulässt, und sie befürchten bleibende Rechtsunsicherheit, zumindest bei nach New Yorker Recht begebenen Anleihen. Londoner Banker wittern unterdessen einen neuen Standortvorteil für die City.

Um die Rechtsunsicherheit zu mildern, haben einzelne Länder die Vertragsbedingungen von Neuemissionen bereits angepasst, und eine internationale Bankengruppe hat die umstrittene Pari-passu-Klausel eindeutiger formuliert. Gleichzeitig sind Bestrebungen im



*«Der Währungsfonds könnte die Anleihenmärkte demnächst in Unruhe versetzen.»*

Gänge, die infolge des New Yorker Urteils gestiegene Attraktivität von Holdout-Strategien wieder zu schmälern. Ansatzpunkt hierfür sind «kollektive Handlungsklauseln» in den Anleiheverträgen, die es einer qualifizierten Mehrheit (zum Beispiel 75%) von Gläubigern ermöglichen, eine Umschuldung auch gegen den Willen der Minderheit durchzusetzen. Um den Erwerb einer Sperrminorität zu erschweren und Holdout-Strategien somit weniger erfolgversprechend zu machen, sind insbesondere Aggregationsklauseln im Gespräch. Der Internationale Währungsfonds verfolgt diese Bestrebungen wohlwollend. Er hat ein Interesse daran, dass die Schulden von Staaten in finanzieller Schieflage relativ einfach umstrukturiert werden können, und «Geierfonds» wie NML Capital stören hierbei.

## Kreditvergaberegeln unter der Lupe

Auch der Währungsfonds selbst könnte die Anleihenmärkte demnächst in Unruhe versetzen, denn am Hauptsitz in Washington stehen die Regeln für die Kreditvergabe zur Diskussion. Wenn ein Mitgliedland des Fonds früher um grosszügige Finanzierung ersuchte, dann genehmigte der IWF dies häufig unter Hinweis auf ausserordentliche Umstände. Wachsendes Unbehagen über diese Vorgehensweise und die Erfahrungen mit dem Kollaps Argentinien's führten zu einem Umdenken, das sich 2002 im «Exceptional Access Framework» niederschlug. Letzteres sah vor, dass der IWF nur dann Finanzierungshilfe leisten durfte, wenn das in Not geratene Land mit «hoher Wahrscheinlichkeit» solvent war. Andernfalls mussten die Staatsschulden zunächst neu strukturiert werden. Vermieden werden sollte damit einerseits, dass private Gläubiger sich ohne Verluste ihrer riskanten Forderungen entledigen konnten, und andererseits, dass Kredite nach politischen Gesichtspunkten vergeben wurden. Um diese Ziele zu erreichen, war man bereit, Umschuldungen in Kauf zu nehmen.



Doch dann brach die europäische Staatsschuldenkrise aus. Selbst beim besten Willen konnte der Internationale Währungsfonds den am stärksten betroffenen Krisenstaaten nicht bescheinigen, mit hoher Wahrscheinlichkeit solvent zu sein. Finanzhilfen des Fonds mussten daher eigentlich mit einer Umstrukturierung der Staatsschulden einhergehen, doch dies war angesichts der als bedrohlich empfundenen Ansteckungsrisiken nicht erwünscht. Daher wurden die Regeln kurzerhand ausser Kraft gesetzt.

Im Nachhinein ist man auch hierüber nicht sehr glücklich. Denn die krisenbedingte Ausnahmeregelung für «systemische» Problemstaaten führt tendenziell zu einer Bevorzugung grösserer IWF-Mitgliedländer, und sie trägt den Überlegungen, die sich im «Exceptional Access Framework» niederschlugen, nur unzureichend Rechnung. Diskutiert werden daher neue Richtlinien. Sie sollen eine Umstrukturierung von Schulden als Vorbedingung von IWF-Engagements zwar vermeiden, gleichzeitig aber auch eine angemessene Lastenteilung mit dem Privatsektor sicherstellen.

### Sinnvolle Reformvorschläge

Erreicht werden soll dies gemäss Vorschlägen von Fondsmitarbeitern, indem der Internationale Währungsfonds Mitgliedern mit ungewisser Bonität nur dann Finanzhilfen leistet, wenn die privaten Gläubiger gleichzeitig einer Verlängerung der Laufzeit ihrer Forderungen zustimmen (gegebenenfalls unter Rückgriff auf kollektive Handlungsklauseln).

Dieser Ansatz macht Sinn. Faktisch zwingt er private Investoren, riskante Staatsschulden weiterhin mitzufinanzieren und damit auch die Konsequenzen eines Schuldenschnitts mitzutragen, falls ein solcher Schnitt unvermeidlich wird. Dies dürfte die Wachsamkeit der Investoren erhöhen und die Preisbildung am Markt verbessern. Zugleich vermeidet der Ansatz aber eine Umschuldung in Fällen, in denen sich die Finanzlage des Staates über Erwarten positiv entwickelt.

Doch ob die Vorschläge der Spezialisten des Internationalen Währungsfonds vom politischen Leitungsgremium des IWF genehmigt werden, ist fraglich. Das Exekutivdirektorium dürfte sich schwer damit tun, neu gewonnene Flexibilität aufzugeben. Und selbst wenn die Vorschläge Zustimmung finden, bleibt offen, ob sie in der nächsten Krise auch umgesetzt werden. Angesichts der jüngsten Erfahrungen ist dies eher zweifelhaft. Die Ungewissheit über die Wahrscheinlichkeit von Umschuldungen und ihre Konsequenzen für Anleger bleibt daher gross.

---

*Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee, Stiftung der Schweizerischen Nationalbank, und Professor für Ökonomie an der Universität Bern.  
(Vgl. zum Thema Staatsanleihen Artikel auf Seite 22).*