

Argentinien vor der Zahlungsunfähigkeit: Gibt es einen Ausweg, und welche Lehre ist aus dem Schuldenstreit zu ziehen?

Nach den Urteilen von US-Gerichten zugunsten der beiden Hedgefonds Aurelius und NML Capital, die das Land auf volle Entschädigung ihrer Anleihen verklagt haben, steht Argentinien erneut vor einer möglichen Insolvenz. Gibt es einen Ausweg, und welche Lehre ist aus dem Schuldenstreit zu ziehen?

Ein völkerrechtliches Restrukturierungsrecht für Staaten

I.

Die Finanzkrise Argentiniens der Jahre 2001/2002 war schon fast vergessen. Erst mit einer Entscheidung des US Supreme Court vom 16. Juni 2014 geriet Argentinien wieder in den Fokus der internationalen Finanzmärkte und der politischen Öffentlichkeit. Der Supreme Court¹ bestätigte im Ergebnis die von unteren Fachgerichten postulierte Verpflichtung Argentiniens, keine weiteren Zahlungen auf Staatsanleihen zu leisten, wenn nicht zugleich der Hedgefonds NML Capital, der sich nicht an der Umschuldung argentinischer Staatsanleihen beteiligt hatte, in voller Forderungshöhe befriedigt wird. Überdies verwarf der Supreme Court den Immunitätseinwand Argentiniens. Auch wenn der Supreme Court wesentliche Rechtsfragen, die sich auf die Zahlungspflicht Argentiniens aus den Staatsanleihen ergeben, erst gar nicht zur inhaltlichen Entscheidung annahm, änderte dies nichts daran, dass es somit Argentinien unmöglich gemacht wurde, auf Staatsanleihen noch weiterhin Zahlungen zu leisten, da dann immer auch die Milliardenforderungen von NML Capital bedient werden müssten. Damit war das Land formal betrachtet zahlungsunfähig, also insolvent.

Die aktuelle Staateninsolvenz Argentiniens wirft im Kern die Frage auf, ob die bisherigen Mechanismen, die es im internationalen und im innerstaatlichen Recht gibt, um mit Staatsfinanzkrisen umzugehen, noch sachangemessen sind. Im Anschluss an zahlreiche Diskussionen, die insbesondere seit ca. 2001 intensiv geführt werden, stellt sich insofern die Frage, ob der bisherige Umgang mit Staats-

finanzkrisen überzeugen kann. Die Situation, für die der Fall Argentinien symptomatisch ist, ist dabei bislang immer wie folgt: Auf internationaler Ebene geht es bei staatlicher Zahlungsunfähigkeit primär um politische, außerrechtliche Verhandlungen zu einem Schuldenerlass oder einer Umschuldung; ergänzend kommt am Rande gegebenenfalls die internationale Schiedsgerichtsbarkeit im Investitionsschutzbereich als Rechtsinstrument hinzu. Die eigentliche rechtliche Aufarbeitung einer Staatsfinanzkrise findet, jedenfalls soweit es um gerichtliche Verfahren geht, indes im innerstaatlichen Bereich statt, so wie im Fall Argentiniens u.a. in den USA, in Italien und in Deutschland.

Die Unzulänglichkeiten des internationalen Rechts beim Umgang mit einer Staatsfinanzkrise haben bekanntlich seit vielen Jahren zu der Forderung und auch zu konkreten Überlegungen Anlass gegeben, ein internationales Staateninsolvenzrecht einzuführen. Als Konsequenz der faktischen Staateninsolvenzen in den 1990er Jahren in u.a. Mexiko, Russland, Brasilien und 2001 dann in Argentinien machte der Internationale Währungsfonds (IWF) frühzeitig auf die systemischen Verbindungen von Staatsinsolvenzen gerade von Schwellenländern und der Stabilität des internationalen Finanzsystems aufmerksam. Die damals stellvertretende Generaldirektorin des IWF, Anne Krueger, hat daraus die Notwendigkeit der Schaffung eines »Sovereign Debts Restructuring Mechanism«, also eines strukturierten Umschuldungsmechanismus für Staatsschulden, gefolgert.² Zu politischen oder rechtlichen Konsequenzen führte dieser Vorschlag indes nicht. Schon auf der IWF-Frühjahrstagung 2003 wurde ihm eine Absage erteilt.³

Die internationale rechtspolitische Diskussion ist allerdings nicht stehen geblieben.



Christian Tietje*

* Prof. Dr. Christian Tietje, LL.M. (Michigan), ist Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Europarecht und Internationales Wirtschaftsrecht an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

¹ Vgl. Supreme Court of the United States (2014).

² Vgl. insbesondere IWF (2001).

³ Vgl. Ohler (2005).

Gerade die Argentinienkrise mit ihren zahlreichen nationalen und internationalen gerichtlichen Auseinandersetzungen – allein in Deutschland sind mehrere hundert Gerichtsverfahren immer noch anhängig, und vor einem internationalen Schiedsgericht klagen ca. 60 000 italienische Anleihegläubiger gegen Argentinien⁴ – hat deutlich ins Bewusstsein gerückt, welche weiterhin zu lösenden rechtlichen Herausforderungen es gibt, damit in rechtsstaatlichen Verfahren auf Staatsschuldenkrisen reagiert werden kann. Der weitgehend informelle Charakter des Umganges mit Staateninsolvenzen auf internationaler Ebene erweist sich zunehmend als problematisch. Auch vor diesem Hintergrund hat die Generalversammlung der Vereinten Nationen am 9. September 2014 eine Resolution »Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes« verabschiedet.⁵ Die Resolution kann als Meilenstein in der langjährigen Diskussion über den rechtlichen Umgang mit Staatsfinanzkrisen gewertet werden.

II.

Die Debatte über einen möglichen multilateralen völkerrechtlichen Vertrag zur Restrukturierung von Staatsschulden ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass das Völkerrecht bereits heute eine allgemeine Regel der Umstrukturierung von staatlichen Verbindlichkeiten kennt. Auch wenn bis zur Etablierung eines allgemeinen völkerrechtlichen Gewaltverbots durch die Charta der Vereinten Nationen immer wieder militärische Gewalt eingesetzt wurde, um Forderungen gegenüber zahlungsunfähigen oder zahlungsunwilligen Staaten durchzusetzen, ist seit spätestens dem 19. Jahrhundert zahlreiche Praxis nachweisbar, Staatsschuldenkrisen durch Umstrukturierungen im Sinne eines Schuldenverzichts im Austausch für Handelsvorteile zu lösen.⁶ Bereits damals etablierte sich dabei die Praxis, dass nicht alle Anleihegläubiger an den entsprechenden Verhandlungen beteiligt waren, sondern diese typischerweise durch ein Komitee, das die Gesamtheit der Gläubiger repräsentierte, geführt wurden.⁷

Eine qualitativ neue Stufe in der Entwicklung des Umganges mit Staatsschulden, gerade im Bereich von Staatsanleihen, sowie mit Blick auf Restrukturierungsmaßnahmen begründete dann das Phänomen des sogenannten »private sector

involvement«, das sich ab ungefähr Ende der 1980er Jahre entwickelte.⁸ Im Wesentlichen geht es hierbei darum, dass sich immer deutlicher zeigte, dass der bis dahin immerwährende Kreislauf von großvolumigen Konsortialkrediten einer begrenzten Anzahl internationaler Großbanken an insbesondere Schwellenländer, Zahlungsausfall des Schuldnerstaates, Hilfsmaßnahmen durch den IWF und Umschuldung mit neustrukturierten Konsortialkrediten, wiederum Zahlungsausfall etc. durchbrochen werden musste. Das geschah durch eine radikale Neustrukturierung der globalen Staatsschuldenmärkte auf der Grundlage des nach dem damaligen US-Finanzministers benannten Brady-Plans. Nach dem Brady-Plan wurden, vereinfacht ausgedrückt, bestehende Konsortialkredite an Schwellenländer in Staatsanleihen verbrieft und die entstandenen sog. Brady-Bonds wurden auf den Kapitalmärkten breit gestreut und gehandelt. Damit änderte sich die Gläubigerstruktur für Staaten radikal. Während früher in erster Linie wenige Großbanken auf der Gläubigerseite auftraten, dominierten von nun an Staatsanleihen, die über die großen Kapitalmarktplätze der Welt breit bestreut wurden.⁹ Hieraus ergaben sich völlig neue Herausforderungen für die Restrukturierung von Staatsschulden. Von besonderer Bedeutung sind insofern so genannte *collective action clauses* (CAC), die unmittelbar eine Reaktion auf das dargestellte *private sector involvement* sind. Sie ermöglichen Mehrheitsentscheidungen von Gläubigern mit Bindungswirkung für eine Gläubigerminderheit im Hinblick auf eine Umschuldung.

Aber auch darüber hinaus zeigt sich seit vielen Jahren, dass Staatsfinanzkrisen heute im Wege der Restrukturierung von Staatsschulden gelöst werden. Beispielhaft lässt sich das durch Regelungen in bilateralen Investitionsschutzverträgen aus jüngerer Zeit belegen, die Investor-Staat-Schiedsverfahren für Staatsanleihen als Investitionen ausschließen, wenn es zu einem sogenannten *negotiated restructuring* der Anleihen gekommen ist.¹⁰ Auch wenn es insofern keinen abschließenden, einheitlichen Rechtsrahmen, der alle Aspekte des Restrukturierungsverfahrens umfasst, gibt, stehen heute damit in Fällen einer Staateninsolvenz immer Restrukturierungsmaßnahmen im Vordergrund des Interesses.¹¹ Auch der IWF hat die Restrukturierung von Staatsschulden auf Verhandlungsbasis zu einem wesentlichen Bestandteil seiner *Lending into Arrears Policy*¹² gemacht. Das entspricht auch der langjährigen Praxis im Rah-

⁴ Vgl. ICSID (2014).

⁵ UN Dok. A/RES/68/304 vom 17. September 2014.

⁶ Sturzenegger und Kettelmeyer (2007, S. 16), »[I]n the Peruvian debt settlement of 1889, \$30 million in outstanding debt and \$23 million in interest arrears were canceled in return for the right to operate the state railways for sixty-six years, two million tons of guano, and the concession for the operation of steamboats on Lake Titicaca (Suter 1992). Similar settlements involving either railways or land took place in Colombia (1861 and 1873), Costa Rica (1885), the Dominican Republic (1893), Ecuador (1895), El Salvador (1899), and Paraguay (1855).«; Eichengreen und Portes (1989, S. 23); Gersovitz (1983, S. 2); Aizenman (1989, S. 147).

⁷ Eichengreen und Portes (1989, S. 15): »Defaults on foreign bonds generally were settled through negotiations between the foreign borrowers and committees representing the bondholders. One or more bondholders committees typically announced their intention to represent the interests of the creditors as soon as debt servicing difficulties arose.«

⁸ Umfassend hierzu Szodruich (2008, passim).

⁹ Statt vieler Szodruich (2008, Anm. 8, 103 ff. m.w.N.).

¹⁰ Vgl. z.B. US-Uruguay Bilateral Investment Treaty (2005), hierzu allgemein Gallagher (2011, S. 22, 26).

¹¹ Vgl. Gallagher (2011, S. 7); vgl. hierzu auch Abaclat and Others v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4 August 2011, para. 40: »Currently, there exists no formal legal framework establishing precise steps to be followed by the defaulting sovereign or the creditors. Nevertheless, an informal regime has developed consisting of the following principles: (i) sovereign to signal the need of debt restructure; (ii) communication between the sovereign and the creditors; (iii) consensus and consent on the terms of the restructure; and (iv) equitable burden sharing.«

¹² Ausführlich hierzu IWF (2014).

men des sogenannten Pariser und des Londoner Clubs. Dem Pariser Club gehören 19 Staaten an.¹³ Bislang wurde er von mindestens 90 Schuldnerstaaten für 429 erfolgreiche Umstrukturierungsvereinbarungen genutzt.¹⁴ Die Regeln, nach denen diese Schuldenrestrukturierungen verhandelt werden, wurden im Rahmen der G7/G8 vereinbart. Sie fußen insbesondere auf dem Grundsatz, dass die Gläubiger gleich behandelt werden (*comparability of treatment*); das wird vom Pariser Club überwacht.¹⁵ Insgesamt besteht Einigkeit, dass sich im Rahmen des Pariser Clubs eine einheitliche Staatenpraxis herausgebildet hat und so ein Regelwerk der strukturierten Umschuldung bei Staateninsolvenzen entstand.¹⁶

Damit zeigt sich im Ergebnis, dass die Restrukturierung von Staatsschulden bei Staatsfinanzkrisen einer etablierten internationalen Praxis entspricht. Das steht in Übereinstimmung mit der Erkenntnis, dass auch eine Vielzahl von innerstaatlichen Rechtsordnungen die Schuldenrestrukturierung als zentral anerkannten Weg im Insolvenzfall vorsehen.

Auf der Grundlage der anerkannten Regel des Völkerrechts, dass im Falle einer Staatsinsolvenz eine Schuldenumstrukturierung zu wählen ist, hat die United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) bereits im Jahr 2009 einen Diskussionsprozess zum verantwortungsvollen Umgang mit Staatsschulden gestartet. UNCTAD konnte sich hierbei auf die Generalversammlung der UN berufen, die immer wieder deutlich gemacht hat, wie wichtig ein verantwortungsvoller Umgang mit Staatsschulden auf Gläubiger- und Schuldnerseite ist. So wird z.B. in der Resolution 65/144 der Generalversammlung vom 4. Februar 2011 u.a. hervorgehoben, »the importance of responsible lending and borrowing« und dass die Generalversammlung »emphasizes that creditors and debtors must share responsibility for preventing unsustainable debt situations ...«. ¹⁷ Im Einklang hiermit wurden die UNCTAD *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing* am 10. Januar 2012 verabschiedet.¹⁸ Es handelt sich um 15 Prinzipien nebst Erläuterungen, die u.a. Aussagen zu rechtlichen Anforderungen bei der Restrukturierung von Staatsschulden im Falle einer Staatsfinanzkrise enthalten. So wird z.B. im UNCTAD-Prinzip Nr. 7 festgehalten, dass sich Gläubiger von Staatsanleihen an Umstrukturierungen zur Lösung einer Staatsfinanzkrise beteiligen müssen. Die Notwendigkeit hierzu resultiert letztlich aus der allgemeinen Erkenntnis, dass ein

Staat auch völkerrechtlich dazu verpflichtet ist, Gemeinwohlinteressen zu sichern. Anders als ein Unternehmen, kann ein Staat daher nicht einfach im Insolvenzfall »verschwinden«. Die Konsequenzen hieraus treffen auch private Anleihegläubiger des entsprechenden Staates.

Es ist offensichtlich, dass das Phänomen der sogenannten Holdout-Gläubiger, d.h. Inhaber von Staatsanleihen, die sich nicht an einer mehrheitlichen Umschuldung des entsprechenden Staates beteiligt haben und weiterhin ihre vollen Rechte aus den ursprünglichen Staatsanleihen geltend machen – im aktuellen Fall Argentiniens also u.a. NML Capital –, mit den dargestellten Rechtsentwicklungen in potenziellem Konflikt steht. Die insofern gegebenen Herausforderungen verschärfen sich nochmals, wenn man davon ausgeht, dass es zwischenzeitlich eine allgemeine Regel des Völkerrechts gibt, die besagt, dass im Rahmen von Umstrukturierungen von Staatsschulden, insbesondere in Form von Staatsanleihen, Entscheidungen einer qualifizierten Gläubigermehrheit unabhängig von einer vertraglichen Regelung auch für die Gläubigerminderheit bindend sind. Hierfür spricht insbesondere, dass *collective action clauses*, die sich seit dem 19. Jahrhundert in Staatsanleihen finden, heute universell zur Anwendung kommen. Wie bereits angedeutet, wird auf diese Rechtsentwicklung unter anderem in modernen Freihandelsabkommen und isolierten Investitionsschutzabkommen dadurch reagiert, dass die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen aufgrund der wirtschaftlichen Entwertung von Staatsanleihen im Zuge einer Umschuldung ausgeschlossen wird, sofern diese im Rahmen geordneter Verhandlungen mit einer Gläubigermehrheit erfolgte.¹⁹

Sicherlich kann man über den Grad der Verbindlichkeit der dargestellten völkerrechtlichen Rechtsentwicklungen streiten. Entscheidend ist indes, dass sich gerade in den letzten zehn Jahren das internationale Recht, das im Falle einer Staatsfinanzkrise zur Anwendung kommt, weitreichend fortentwickelt hat. Mit den UNCTAD-Prinzipien liegt zwischenzeitlich ein Entwurf zu einigen grundlegenden Regeln vor, die das Verhältnis von Staatsanleihegläubigern und Schuldnerstaaten über die entsprechende vertragliche Beziehung zwischen beiden hinausgehend konkretisieren. Hierbei handelt es sich jedenfalls zum Teil bereits um geltendes Völkerrecht. Im Rahmen der Vereinten Nationen hat man sich zum Ziel gesetzt, all dies in einen multilateralen völkerrechtlichen Vertrag zu fassen. Damit liegen sehr konkrete Ansätze für die Etablierung eines völkerrechtlichen Restrukturierungsrechts für Staaten vor. Auch wenn es sich hierbei nicht um ein umfassendes Staateninsolvenzrecht handelt, gelten

¹³ Australien, Österreich, Belgien, Kanada, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Irland, Italien, Japan, Niederlande, Norwegen, Russland, Spanien, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich, USA.

¹⁴ Paris Club, Informationen online verfügbar unter: www.clubdeparis.org.

¹⁵ Vgl. Das, Papaioannou und Trebesch (2012, S. 16); Weiss (2013, S. 2) zu Einzelheiten der vier möglichen Verfahren, die abhängig von der wirtschaftlichen Situation des Schuldnerstaates zur Anwendung kommen können: Classic Terms, Houston Terms, Naples Terms, and Cologne Terms.

¹⁶ Vgl. Cosio-Pascal (2008, 11 et seq.).

¹⁷ UN Dok. A/RES/65/144 vom 4. Februar 2011, para. 3.

¹⁸ Verfügbar unter: http://www.unctad.info/upload/Debt%20Portal/Principles%20drafts/SLB_Principles_English_Doha_22-04-2012.pdf.

¹⁹ Vgl. z.B. Chile-United States Free Trade Agreement (2003), Annex 10-B »Public Debt Chile«; China-Peru Free Trade Agreement, Chapter 10, Annex 8 »Public Debt«; Peru-Singapore Free Trade Agreement (2008), Article 10.18 »Public Debt«; Central America-Dominican Republic-United States Free Trade Agreement (DR-CAFTA) (2004), Annex 10-A »Public Debt«.

trotzdem die tragenden Grundsätze des Insolvenzrechts: Es ist ein Ausgleich zu finden zwischen einer möglichst gleichmäßigen aber doch an Prioritätsgesichtspunkten orientierten Gläubigerbefriedigung auf der einen Seite und dem Ziel der möglichst weitgehenden Erhaltung der Leistungsfähigkeit des zahlungsunfähigen Schuldners.

Auch im Fall Argentiniens geht es letztlich um nichts anderes. Konkret stellt sich die Frage, ob die bewusste Strategie einiger Großinvestoren, namentlich Hedgefonds, im Umfeld der beiden Umschuldungen, die Argentinien 2005 und 2010 vorgenommen hat, Staatsanleihen aufzukaufen, ohne sich an den Umschuldung zu beteiligen, und zu einem späteren Zeitpunkt die volle Forderung aus den Staatsanleihen geltend zu machen, mit den oben genannten Prinzipien eines völkerrechtlichen Restrukturierungsrechts im Falle einer Staatsinsolvenz vereinbar ist. Gute Gründe sprechen dafür, dass Argentinien den Holdout-Gläubigern tatsächlich den Einwand treuwidrigen Verhaltens entgegenhalten kann. Argentinien hat damit, so lässt sich zumindest argumentieren, ein Leistungsverweigerungsrecht. Dem widersprechen auch nicht die eingangs genannten Entscheidungen des US Supreme Court bzw. der US-amerikanischen Instanzgerichte. Sie hatten im Wesentlichen nur darüber zu befinden, ob eine sehr spezifische Vertragsklausel in Staatsanleihen Argentiniens, die US-amerikanischem Recht unterliegen, so zu interpretieren ist, dass alle Staatsschulden gleich zu behandeln sind oder aber alle Gläubiger bei Zahlungen eine Gleichbehandlung erfahren müssen (sogenannte *Pari-passu*-Klausel). Es handelt sich hier um eine Vertragsklausel, die in ihrer Eigenart keine Auswirkungen auf die diskutierte völkerrechtliche Rechtslage hat. Argentinien versucht zwischenzeitlich im Übrigen, die Staatsanleihen mit Zustimmung der Gläubiger argentinischem Recht zu unterstellen, um so der Zahlungspflicht gegenüber NML Capital, die nur aus amerikanischem Recht folgt, zu entgehen. Auch dies zeigt einmal mehr, wie unzulänglich die gegenwärtige Rechtslage ist.

III.

Sicherlich lässt sich mit guten Gründen darüber streiten, ob es tatsächlich die oben angedeuteten völkerrechtlichen Rechtsgrundsätze eines völkerrechtlichen Restrukturierungsrechts bereits gibt. Ein abschließendes Ergebnis soll hier nicht präsentiert werden. Klar ist jedoch, dass Staatsfinanzkrisen, die heute dadurch gekennzeichnet sind, dass aufgrund breit gestreuter Staatsanleihen auf zahlreichen Finanzmärkten Auswirkungen auf eine große, letztlich nicht mehr überschaubare Anzahl von Einzelgläubigern vorliegen, nicht mehr sinnvoll mit dem bisherigen Instrumentarium internationaler politischer und innerstaatlicher rechtlicher Regelungen gelöst werden können. Neben allen politischen Unwägbarkeiten bleibt es unabhängig davon, wie man die Anlagebedingungen für Staatsanleihen vertraglich ausge-

staltet, oftmals dabei, dass Restrukturierungsbemühungen von einer Unmenge zeit- und kostenintensiver internationaler und nationaler Gerichtsverfahren begleitet werden. Das führt zu einer offensichtlichen Fehlallokation von Ressourcen. Überdies ist die gegenwärtige Situation durch einen intensiven Ad-hoc-Charakter und damit eine hohe Rechtsunsicherheit gekennzeichnet. Das wiederum führt zu erheblichen Transaktionskosten. Die völkervertragliche Festlegung einiger tragender Grundsätze eines völkerrechtlichen Restrukturierungsrechts würde zu Rechtssicherheit führen. Das haben auch 124 Mitgliedstaaten der Vereinten Nationen so gesehen, die bei elf Gegenstimmen und 41 Enthaltungen für die genannte Resolution zur Ausarbeitung eines multilateralen völkerrechtlichen Vertrages zur Regelung von Grundsätzen der Restrukturierung von Staatsschulden stimmten. Es bleibt mit Spannung abzuwarten, ob das ausgesprochen ambitionierte Ziel der UN-Generalversammlung, bereits Ende 2014 einen ersten Entwurf eines Textes einer entsprechenden Konvention vorzulegen, erreicht werden wird.

Literatur

Aizenman, J. (1989), »Country Risk, Incomplete Information and Taxes on International Borrowing«, *Economic Journal* 99(394), 147–161.

Cosio-Pascal, E. (2008), *The Emerging of a Multilateral Forum for Debt Restructuring: The Paris Club*, UNCTAD, online verfügbar unter: http://unctad.org/en/Docs/osgdp20087_en.pdf.

Das, U.S., M.G. Papaioannou und C. Trebesch (2012), »Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts«, IMF Working Paper Series, WP/12/203.

Eichengreen B. und R. Portes, (1989), »After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years«, in: B. Eichengreen und P.H. Lindert (Hrsg.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, MIT Press, Cambridge, MA, 12–47.

Gallagher, K.P. (2011), »The New Vulture Culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties«, The IDEAs Working Paper Series, Paper No. 02/2011.

Gersovitz, M. (1983), »Trade, Capital Mobility and Sovereign Immunity, Research Program in Development Studies«, Discussion Paper No. 108, Princeton.

ICSID (2014), »Abaclat and others v. Argentine Republic (ICSID Case No. ARB/07/5)«, online verfügbar unter: <https://icsid.worldbank.org/ICSID/FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=viewCase&reqFrom=Home&caselid=C95>.

IMF (2001), »International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, Address by Anne Krueger, First Deputy Managing Director, International Monetary Fund, Given at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American Enterprise Institute«, Washington DC, 6. November 2001, online verfügbar unter: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.

IMF (2014), *IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors*, online verfügbar unter: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/privcred/lending.pdf>.

Ohler, Chr. (2005), »Der Staatsbankrott«, *Juristenzeitung* (JZ), 60(12), 590–598.

Sturzenegger, F. und J. Kettelmeier (2007), *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, MIT Press, Cambridge.

Supreme Court of the United States (2014), *Republic of Argentina v. NML Capital, Ltd.*, online verfügbar unter: http://www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/12-842_g3bi.pdf.

Szodrach, A. (2008), *Staateninsolvenz und private Gläubiger: Rechtsprobleme des Private Sector Involvement bei staatlichen Finanzkrisen im 21. Jahrhundert*, Berliner Wissenschafts-Verlag, Berlin.

US-Uruguay Bilateral Investment Treaty (2005), »Annex G, Sovereign Debt Restructuring«, online verfügbar unter: http://www.ustr.gov/sites/default/files/uploads/agreements/bit/asset_upload_file748_9005.pdf.

Weiss, M.A. (2013), *The Paris Club and International Debt Relief*, Congressional Research Service, Washington, online verfügbar unter: <http://fas.org/sgp/crs/misc/RS21482.pdf>.



Hanno Beck*

Unter Geiern: Was sind die Lehren aus dem achten argentinischen Staatsbankrott?

»Pfänden Sie die Präsidentenmaschine«

Als Argentiniens Präsident Nestor Kirchner im Oktober 2004 Deutschland besuchen will, drohen erboste deutsche Anleger, die Argentinien Geld geliehen haben, mit der Pfändung der Präsidentenmaschine »Tango 01«. Die Drohung wirkt: Die Präsidentenmaschine bleibt im Hangar, statt Kirchner reist Vizepräsident Daniel Scioli per Linienmaschine an (vgl. Beck und Prinz 2011). Die Linienmaschine war nicht der einzige Wertgegenstand, auf den es die Gläubiger Argentiniens abgesehen haben: So versucht der amerikanische Hedgefonds Elliot Capital Management 2014, das Segelschiff A.R.A. Libertad der argentinischen Marine zu pfänden (vgl. Hollenstein 2014), Gläubiger suchen vergeblich auf der Buchmesse am Stand Argentiniens nach pfändbaren Werken; ebenso erfolglos ist der Versuch, auf einer Dinosaurierausstellung in Rosenheim Fossilien zu pfänden (o.V. 2010).

Der aktuelle Streit Argentiniens mit den amerikanischen Hedgefonds NML Capital und Aurelius ist nur ein weiterer Höhepunkt einer langen Reihe von Staatspleiten mit anschließenden Versuchen geprellter Anleger, an ihr Geld zu kommen. Die Ursache des aktuellen argentinischen Dilemmas geht zurück auf das Jahr 2001, als Argentinien zum siebten Mal eine Staatsinsolvenz erklärt. Die meisten Anleger stimmten einer Schuldenrestrukturierung mit entsprechenden Verlusten zu, doch einige Gläubiger wählten einen anderen Weg: Sie klagten vor einem New Yorker Gericht auf Rückzahlung – die Tatsache, dass die Anleihen nach amerikanischem Recht aufgelegt sind, macht diese Strategie möglich. Das Gericht spricht den Hedgefonds 1,5 Mrd. Dollar zu, doch Argentinien verweigert die Zahlung – eine Klausel in den restrukturierten Schuldenpapieren sieht vor, dass Argentinien bis Ende 2014 Gläubigern, die nicht an der Re-

* Prof. Dr. Hanno Beck lehrt an der Hochschule Pforzheim, Fachgebiet Volkswirtschaftslehre.

strukturierung teilgenommen haben, keine besseren Tilgungsbedingungen einräumen darf. Sollte dies passieren, muss Argentinien mit milliardenschweren Rückforderungen der anderen Gläubiger rechnen. Weil Argentinien deswegen seine anderen Anleihen nicht bedienen darf, führt diese Strategie direkt in den technischen Staatsbankrott. Es ist Staatspleite Nummer 8 für Argentinien.

So ganz passen diese Szenen nicht in die traditionelle makroökonomische Theorie, die davon ausgeht, dass Staaten ihre Schulden nicht zurückzahlen müssen, weil man sie nicht dazu zwingen kann. Ein ganzer Literaturzweig beschäftigt sich mit der Frage, warum Staaten überhaupt ihre Schulden zurückzahlen – warum sollten sie? Als wichtiger Anreiz für einen Staat, seine Auslandsschulden zurückzuzahlen, gilt das Argument, dass der langfristige Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten nur sichergestellt ist, wenn ein Staat als verlässlicher Schuldner auftritt, und dass ein Staatsbankrott mit späteren höheren Zinszahlungen bestraft wird. Doch auch dieses Argument ist sowohl theoretisch als auch empirisch umstritten (für eine Übersicht auch der anderen Folgen vgl. Panizza, Sturzenegger und Zettelmeyer 2009 sowie Beck und Prinz 2012) – vieles deutet darauf hin, dass Kapitalmärkte recht vergesslich sind, was Staatsbankrotte angeht.

Andere Anreize für einen Staat, seine Schulden zurückzuzahlen, sind weitere unangenehme Folgen, die ein Staatsbankrott mit sich bringen kann – Banken Krisen, Wachstums einbußen, ein Rückgang des internationalen Handels und vor allem die drohende Abwahl der Regierung, die den Bankrott verkündet. Trotzdem haben Staaten bisweilen hohe Anreize, ihre Schulden nicht zurückzuzahlen. Und: Zumindest nach der herkömmlichen Theorie kann man sie nicht dazu zwingen.

Immer mehr Staaten landen vor Gericht

Und dennoch werden Staaten vor Gericht gezerrt – seit den 1980er Jahren wurden in zahlreichen Prozessen die Rechte der Käufer von Staatsschulden vor Gericht zunehmend gestärkt, was die internationale Gerichtsbarkeit als Wahrer der Interessen der Gläubiger in den Mittelpunkt rückte. Dass in den 1980er Jahren wenig Gebrauch von der Möglichkeit einer Klage gegen insolvente Staaten gemacht wurde, lag auch daran, dass die Gläubiger in dieser Zeit überwiegend Banken waren, die vor einem rechtlichen Schritt die Staatsschulden hätten abschreiben müssen, was ihre Bilanzen belastet hätte. Das Aufkommen eines Zweitmarktes für verbriefte Forderungen aber ermöglichte Investoren, Schulden insolventer Staaten auf dem Sekundärmarkt zu kaufen und auf bessere Konditionen bei der Rückzahlung zu klagen – ein Geschäftsmodell für sogenannte »distressed debt funds«, von Kritikern auch »Geier-Fonds« (vulture funds) genannt. Mit dem Aufkommen dieser Märkte nahm die Häu-

figkeit der Klagen gegen insolvente Staaten zu. Bankrotte Staaten fallen unter die Geier.

Während die Theorie also noch darüber streitet, ob und warum Staaten überhaupt ihre Schulden zurückzahlen, nimmt die Zahl der Klagen gegen insolvente Staaten zu: Zuletzt führte fast die Hälfte aller Staatsbankrotte zu rechtlichen Auseinandersetzungen im Ausland – in den 1980er Jahren waren es gerade einmal 5% (vgl. Schumacher, Trebesch und Enderlein 2014). Insofern sind die Klagen gegen Argentinien Zahlungsunlust und der daraus resultierende technische Bankrott Teil eines größeren Trends: Anleger nehmen Staatsinsolvenzen nicht mehr klaglos hin, sondern klagen und versuchen, Vermögensgegenstände zu pfänden – mit allen damit verbundenen Konsequenzen.

Wie der Fall Argentinien zeigt, kann man diesen Trend mit gemischten Gefühlen sehen: Ein Staatsbankrott führt zunehmend zu einem »rush to the courtroom«, die Einigung mit den Gläubigern auf eine Umstrukturierung kann umso schwieriger und langwieriger werden, was eine Umschuldung verzögert und erschwert. Vor allem die distressed debt funds nutzen offenbar legale Strategien, um die Kapital- und Handelsströme der Schuldnerstaaten zu stören und die Staaten auf diesem Weg zu einer außergerichtlichen Einigung zu zwingen – in der Literatur spricht man davon, dass sie Sand ins Getriebe der Staatsmaschinerie streuen wollen. Die Kosten eines Staatsbankrotts werden dadurch deutlich in die Höhe getrieben (vgl. Schumacher, Trebesch und Enderlein 2014):

- Gerichtliche Auseinandersetzungen erschweren den Zugang des Landes zu den internationalen Kapitalmärkten deutlich. In Jahren mit gerichtlichen Auseinandersetzungen fällt die Kreditaufnahme im Ausland nahezu auf null; der Staat verlegt sich auf die heimischen Kreditmärkte;
- weiterhin führen sie zu einem signifikanten Rückgang des Handels in den betreffenden Ländern;
- und sie verlängern die Dauer einer Einigung mit den Gläubigern – in Monaten mit gerichtlichen Auseinandersetzungen ist die Wahrscheinlichkeit einer Einigung rund 40% geringer.

Der »rush to the courtroom« kann also mit massiven Kosten für den insolventen Staat verbunden sein – sollte man also die Rechte der Gläubiger wieder einschränken? Liefern diese Ergebnisse den Kritikern internationaler Finanzmärkte, insbesondere den Gegner der Geier-Fonds, Munition? Argentinien Präsidentin Kirchner sprach von einer Erpressung, der sich keine souveräne Nation unterwerfen dürfe (vgl. Eglau 2014).

Doch so einfach darf man es sich nicht machen: Handelt es sich bei den Geiern um Erpresser, die ein Land als Geisel

nehmen und »obszöne« Gewinne machen, wie verschiedentlich in der Presse behauptet (vgl. Augstein 2014)?

»Obszöne Profite«?

Ein etwas nüchterner Blick auf das Geschehen wirft die Frage auf, wer sich unredlich verhält: Ein Staat leiht sich Geld von Gläubigern und weigert sich, dieses zurückzuzahlen. Darf ein Gläubiger darauf bestehen, dass der Staat seine Verpflichtungen erfüllt, oder ist das obszön? Oder hat ein Staat eine Vorbildfunktion gegenüber seinen Bürgern, von denen er verlangt, dass sie pünktlich und umfassend ihre Steuern zahlen? Diese Frage kann man der öffentlichen Meinung oder Moraltheologen überlassen, ökonomisch interessant sind die Folgen dieses Tuns: Kurzfristig führen die Klagen der Geier in der Tat zu höheren Kosten für den betreffenden Staat – entweder in Form der Kosten, die wie oben dargestellt mit den Gerichtsverfahren verbunden sind oder aber in Form der Tatsache, dass der Staat nun doch einen größeren Betrag an seine Schuldner zurückzahlen muss.

Langfristig allerdings muss man ein Fragezeichen hinter die Idee setzen, dass man Staaten nicht vor Gericht zeren sollte: Die drohende Gefahr einer Klage diszipliniert potenzielle Pleitekandidaten und trägt so zu einem Rückgang der Staatsinsolvenzen bei. Doch nicht nur das: Die Aussicht, im Falle einer Insolvenz vor Gericht ziehen zu können, dürfte die Risikoprämien senken und so langfristig dazu führen, dass Staaten sich günstiger verschulden können. Die »obszönen« Profite, über die sich die Presse beklagt, sind nur extrem hohe Risikoprämien. Mehr internationale Rechtssicherheit beim Umgang mit Staatsschulden dient auch Staaten als Instrument der Selbstbindung und kann damit die Kosten der internationalen Verschuldung senken.

Darüber hinaus speisen sich die potenziell hohen Profite der Hedgefonds aus den hohen Kosten und Risiken solcher Gerichtsprozesse – deutsche Kleinanleger, die Argentinien viel Geld geliehen haben, können sich solche Prozesse weder leisten noch haben sie die Expertise dazu, einen ganzen Staat zu verklagen. Insofern sind – so merkwürdig sich das anhören mag – die Hedgefonds die natürlichen Verbündeten der Kleinanleger, von ihren Erfolgen vor Gericht können auch Kleinanleger profitieren.

Auf direkten Weg – so wie im Fall Argentinien, wo eine Einigung vor Jahresende bedeuten würde, dass auch die anderen Gläubiger Anspruch auf ihr Geld haben – profitieren Anleger allerdings nur bei entsprechenden Klauseln in den Emissionsbedingungen der Anleihen. Ein Paradebeispiel dafür sind die Schulden Griechenlands, die nach griechischem Recht begeben sind: Hier fügte die Regierung 2012 nachträglich sogenannte Collective Action Clauses (CAC) ein, die

eine Umschuldung ermöglichen, wenn 75% der Gläubiger zustimmten – nicht jeder Anleger dürfte mit dieser Zwangsergänzung der Verträge einverstanden gewesen sein. Bei den griechischen Anleihen allerdings, die nach britischem Recht aufgelegt wurden, wurden Investoren, die den Schuldenschnitt verweigerten, weiter voll bedient, um Auseinandersetzungen vor Gericht zu vermeiden.

Allerdings profitieren Kleinanleger auch auf indirektem Weg von den Klagen der Hedgefonds: Aussichten auf einen Erfolg vor Gericht treiben die Anleihekurse nach oben und ermöglichen Anlegern, die nicht klagen wollen oder können, einen Ausstieg zu besseren Konditionen. Sie können durch den Verkauf ihrer Anleihen das Prozess- und Insolvenzrisiko an die Hedgefonds verkaufen – das Risiko ist dann in den Händen der Marktteilnehmer, die es tragen können und wollen.

Politikoptionen

Welche Möglichkeiten hat die Politik, mit diesem Thema umzugehen? Die von Argentinien gewählte Strategie – Verhandlungen verweigern – zeigt, dass die Literatur berechtigterweise darüber debattiert, ob und warum Staaten ihre Schulden zurückzahlen. Sinnvoll erscheint diese Strategie allerdings nicht in Anbetracht des oben diskutierten Befundes – eine Verweigerungshaltung dürfte nur die Kosten der gerichtlichen Auseinandersetzungen erhöhen und im Zweifelsfall die Risikoprämien für zukünftige Emissionen weiter nach oben schrauben.

Eine Alternative sind Collective Action Clauses (CAC) in den Emissionsbedingungen, die solche Ereignisse wie jetzt im argentinischen Schuldenstreit vermeiden und einen geordneten Schuldenschnitt ermöglichen sollen. Solche Klauseln ermöglichen es einer qualifizierten Mehrheit der Gläubiger, sich auf eine Schuldenrestrukturierung zu einigen, die dann von allen Gläubigern mitgetragen werden muss – Strategien, wie die der distressed debt funds im Fall Argentinien sind damit ausgeschlossen. Die Folgen solcher Klauseln für die Renditeforderungen der Gläubiger sind allerdings weder theoretisch noch empirisch eindeutig. So kann man vermuten, dass solche Klauseln für den betreffenden Staat die Kosten eines Staatsbankrotts senken; antizipieren die Gläubiger das, so werden sie eine höhere Risikoprämie fordern. Allerdings könnte die Aussicht auf ein geordnetes Insolvenzverfahren statt eines »messy defaults« die Gläubiger auch dazu bewegen, sich mit einer geringeren Rendite zufrieden zu geben. Auch empirisch gibt es unterschiedliche Befunde: Eichengreen und Mody (2000) kommen zu dem Schluss, dass CACs bei stabilen, kreditwürdigen Schuldnern die Renditeaufschläge reduzieren, während sie bei schlechten Schuldnern zu einem Renditeaufschlag führen und führen das darauf zurück, dass die guten Schuldner davon profitieren, dass sie sich auf ein geordnetes Restrukturierungs-

verfahren verpflichten können, während bei den schlechten Schuldnern der stärkere Anreiz für eine Insolvenz zum Renditeaufschlag führt. Becker, Richards und Thaicharoenc (2003) hingegen finden keine empirischen Anhaltspunkte dafür, dass CACs zu Renditeaufschlägen führen. Das könnte entweder darauf zurückzuführen sein, dass sich die Kapitalmärkte keine Gedanken um die Vertragsklauseln machen oder aber auf die implizite Hoffnung der Anleger, dass es zu Rettungsaktionen kommt – ein Bail-out würde solche Klauseln in der Tat überflüssig machen.

Eine abschließende, pauschale Beurteilung solcher Klauseln ist wohl kaum möglich, letztlich sind Staaten frei, welche Klauseln sie in den Emissionsprospekten formulieren, und die potenziellen Gläubiger sind frei, diese Bedingungen anzunehmen oder auch nicht. Es bleibt aber auch hier das Problem, dass ein Staat letztlich nicht gezwungen werden kann, seine Schulden zurückzuzahlen und dass – wie zuletzt im Zuge der Eurokrise zu besichtigen war – immer die Möglichkeit eines Bail-out durch die Staatengemeinschaft besteht, beispielsweise durch die EU oder durch Institutionen wie den IWF.

Ein Vollkasko-Bail-out ist aufgrund der damit verbundenen negativen Anreize ökonomisch abzulehnen und politisch wohl nicht durchsetzbar, ein Bail-out mit Auflagen krankt erstens daran, dass er in dem betreffenden Land zu politischen Unruhen führt und Feindseligkeiten erzeugt gegenüber der Instanz, die für die Auflagen verantwortlich gemacht wird – Bilder einer deutschen Kanzlerin in NS-Uniform sind die politisch kaum erwünschten Folgen, auch die zahlreichen Demonstrationen gegen die Auflagenpolitik des IWF zeigen, dass ein Bail-out mit Auflagen kein Königsweg ist.

Damit bleibt eine letzte Idee zur politischen Behandlung von Staatsinsolvenzen: eine internationale Konkursordnung für Staaten. Vorschläge und politische Initiativen gibt es hier eine Menge (für eine Übersicht vgl. bspw. Rogoff und Zettelmeyer 2002), denn die Vorteile einer solchen Ordnung sowohl für Gläubiger als auch für Schuldner liegen auf der Hand; zudem ließe sich auf diesem Weg auch das Risiko für Ansteckungseffekte und Finanz- und Banken Krisen vermindern. Das Kernproblem aller Vorschläge für eine supranationale Insolvenzordnung für Staaten ist allerdings immer noch die Tatsache, dass diese Einrichtung selbstbindend sein muss, da Staaten nach wie vor nicht gezwungen werden können, ihre Schulden zurückzuzahlen. Man muss die Teilnahme an einem solchen Insolvenzschema so gestalten, dass sie für die Länder so attraktiv ist, dass sie sich freiwillig an die Regeln halten werden. Ein solches Schema könnte ähnlich gestaltet sein wie eine Versicherung für Staatsschulden, mit risikogestaffelten Beiträgen der Staaten und Sicherheitseinlagen (vgl. ausführlich dazu Beck und Wentzel 2010) – je attraktiver die langfristige Teilnahme an einem solchen Schema, umso größer die Chance, dass sich alle Beteiligten daran halten werden.

Unter Geiern: Ein Fazit

Seit es Staaten gibt, gibt es Staatsbankrotte – daran wird sich auch nichts ändern. Ein Staatsbankrott ist kein Beinbruch, er wird es erst dann, wenn Politik und Anleger nicht darauf vorbereitet sind. Für die Anleger gilt es, bei der Investition in Staatsanleihen das Risiko einer Staatsinsolvenz zu berücksichtigen – ein Risikomanagement, das diese Möglichkeit nicht in Betracht zieht, verdient seinen Namen nicht. Für die Politik bedeutet das, dass sie ein wetterfestes Finanzsystem schaffen muss, in dem ein Staatsbankrott zu seinen wahren Kosten verbucht wird und nicht zu einer Kette internationaler Banken- und Finanzkrisen führt. Eine international anerkannte und akzeptierte Insolvenzordnung für Staaten wäre dazu ein wichtiger Beitrag. Dennoch – letztlich kann man einen Staat nicht zwingen, seine Schulden zu begleichen. Solange Politiker nicht begreifen, dass sie als Vorbilder handeln müssen, werden wir auch weiterhin unter Geiern leben.

Literatur

- Augstein, J. (2014), »Die Perversion des Profits«, *Spiegel Online*, verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/politik/deutschland/hedgefonds-paul-singer-zwingt-argentinien-zur-zahlung-a-978916.html>.
- Beck, H. und A. Prinz (2011), *Abgebrannt. Unsere Zukunft nach dem Schuldenkollaps*, Hanser Wirtschaft, München.
- Beck, H. und A. Prinz (2012), *Staatsverschuldung. Ursachen, Folgen, Auswege*, C.H.Beck, München.
- Beck, H. und D. Wentzel (2011), »Ordnungspolitische Überlegungen zu Staatsinsolvenzen und einer Insolvenzordnung für Staaten«, *Ordo* Bd. 62, Stuttgart, 71–100.
- Becker, T., A. Richards und Y. Thaicharoenc (2003), »Bond restructuring and moral hazard: are collective action clauses costly?«, *Journal of International Economics* 61, 127–161.
- Eglau, V. (2014), »Kampf gegen ›Geier-Fonds‹«, *Deutschland-Funk Online*, verfügbar unter: http://www.deutschlandfunk.de/argentinien-kampf-gegen-geier-fonds.799.de.html?dram:article_id=290388.
- Eichengreen, B. und A. Mody (2000), »Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? An Update and Additional Results«, Center for International and Development Economics Research, Recent Work, online verfügbar unter: <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-2363>.
- Hollenstein, O. (2014), »Hedgefonds lässt Marineschiff pfänden«, *Süddeutsche Online*, verfügbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/streit-um-staatsschulden-hedgefonds-laesst-marineschiff-pfaenden-1.1487025>.
- o.V. (2010), »Deutschland-Besuch: Gerichtsvollzieher verfolgen Argentinien Präsidentin«, *Spiegel Online*, verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/deutschland-besuch-gerichtsvollzieher-verfolgen-argentinien-praesidentin-a-721759.html>.
- Panizza, U., F. Sturzenegger und J. Zettelmeyer (2009), »The Economics and Law of Sovereign Debt and Default«, *Journal of Economic Literature* 47(3), 651–698.
- Rogoff, K. und J. Zettelmeyer (2002), »Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001«, IMF Working Paper 02/133
- Schumacher, J., Chr. Trebesch und H. Enderlein (2014), »Sovereign Defaults in Court«, mimeo, online verfügbar unter: <http://www.scu.edu/business/economics/upload/SovereignDefaultsinCourt.pdf>.



Michael Bloss*

Die Illiquidität Argentiniens als Folge einer inkonsequenten Insolvenzverwaltung – oder: We cry for you Argentina...

Man sollte fast meinen, dass Argentinien in Sachen Staatsbankrott mittlerweile eine gewisse Routine entwickelt hat. Denn seit dem Jahr 1827 ist Argentinien nun das achte Mal pleite (vgl. Rogoff und Reinharts 2011). Aus diesem Umstand könnte man durchaus den Schluss ziehen, dass neben dieser Routine auch ein Anstieg der Lernkurve mit einhergeht. Doch dem ist wohl nicht so. Denn nur zwölf Jahre nach der letzten Staatspleite ereilt die Investoren in argentinische Bonds eine Art Déjà-vu. Zinsen i.H.v. 539 Mill. US-Dollar (vgl. *Finanz und Wirtschaft* 2014a) wurden aufgrund einer Blockade des US-Richters Thomas Griesa nicht zur Zahlung freigegeben (vgl. *Handelsblatt* 2014). Hintergrund ist eine Klage der Hedgefonds Aurelius und NML. Diese hatten nach der letzten Krise die notleidenden und als »distressed« geltenden Anleihen bereits besessen bzw. aufgekauft (sogenannte Holdouts, ca. 7% des Nominalvolumen; 93% wurden umgeschuldet, vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 2014a). Ziel solcher Transaktionen ist es, für das günstig gekaufte Papier später einen deutlich höheren Preis, wenn nicht sogar den Nominalwert zu erhalten (folglich den Haircut nicht zumachen). Hierbei ist anzumerken, dass diese Investoren nicht an den von Argentinien vorgeschlagenen Umschuldungsmaßnahmen teilgenommen haben (Debt Swap mit einem Haircut von 70%). Ferner ist zu berücksichtigen, dass die argentinischen Bond-Emissionen nach US-Recht aufgelegt wurden und somit eine *Pari-passu-Klausel*,¹ in diesem Fall ausgestaltet als *RUFO-Klausel*,²

* Michael Bloss ist Direktor des Europäischen Instituts für Financial Engineering und Derivateforschung (EIFD) und lehrt an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt, Nürtingen-Geislingen sowie an der Vancouver Island University, B.C.

¹ Pari-passu-Klauseln sind Non-Financial-Covenants und regeln die Gleichbehandlung aller unbesicherten Gläubiger einer Bond-Emission oder eines Kreditvertrags. Im Fall Argentiniens regeln dies § 8 Abs. 1 Satz 1 ff. der Emissionsbedingungen für Anleihen der Republik Argentinien.

² Rights Upon Future Offers: Hier ist die Verpflichtung beinhaltet, im Fall der Besserstellung eines Gläubigers, auch die anderen Gläubiger von dieser Individuellen Besserstellung profitieren zu lassen.

beinhalten. Diese regelt die Gleichbehandlung aller Schuldner und verhindert das Besserstellen einer bestimmten Investorengruppe innerhalb einer Emission (vgl. *Finanz und Wirtschaft* 2014a). Will Argentinien nun Zinsen an die Gläubiger, die am Umtauschprogramm teilgenommen haben, ausschütten, würde diese gegenüber den Altgläubigern, die den Haircut und dem Umtausch des Nominalkapitals nicht zugestimmt haben, benachteiligt. Und dies verstößt gegen die bereits erwähnte *RUFO-Klausel* der Emissionsbedingungen. Es müssten folglich alle Gläubiger Zahlungen erhalten. Dies würde selbstverständlich bei 93% der Investoren, die eine geringere Leistung erhalten würden, zu Verstimmungen führen. Des Weiteren hätte Argentinien in einem solchen Falle nicht die finanziellen Mittel, um alle Investoren ausreichend zu bedienen.

Nun bleibt die Frage, wie kann man eine solche komplexe juristische Fragestellung lösen, und wie soll es Argentinien schaffen, wieder langfristig Vertrauen an den Kapitalmärkten zu erlangen? Wenden wir uns, bevor wir den Blick auf eine mögliche Lösung werfen, erst einmal dem Land selbst zu. Argentinien ist die wichtigste Volkswirtschaft des spanischsprachigen Südamerikas und nach Brasilien und Mexiko auf Rang 3 in Lateinamerika (vgl. Auswärtiges Amt 2014). Die wirtschaftliche Entwicklung hat sich in den Jahren seit 2012 deutlich verlangsamt. Es kann von einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von ca. 2% (final erwartet für 2013) ausgegangen werden, wobei die Argentinische Regierung hier ein fast um das Doppelte höheres BIP angibt. Für 2014 ist derzeit von einem Nullwachstum oder einer leichten Rezession von ca. – 1,5% auszugehen (vgl. Auswärtiges Amt 2014). Neben der deutlich verlangsamten Wirtschaftsleistung kämpft Argentinien gegenwärtig mit den Ausläufern einer extrem ausufernden Inflation. So stieg die **geschätzte reale Inflation** auf ca. **26–28%** (vgl. coface Economic studies 2014). Abbildung 1 zeigt die vom IWF erhobenen Inflationszahlen für Argentinien, die ca. um 50% niedriger liegen als die geschätzte reale Inflation.

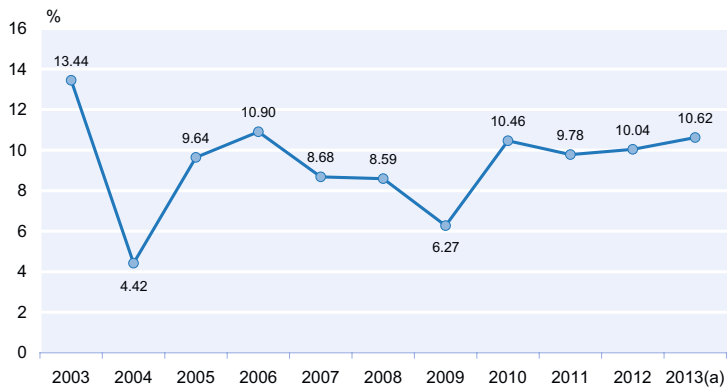
Das Primärdefizit des Landes liegt nach einem deutlichen Anstieg 2013 um 3,45 Mrd. US-Dollar bei ca. 0,65% des Bruttoinlandsprodukts. Hierbei muss man beachten, dass das Defizit in Landeswährung deutlich höher ausfällt als in US-Dollar, da der Argentinische Peso (ARS) gegenüber dem US-Dollar um ca. 33% abgewertet hat. Abbildung 2 zeigt den Verlauf der Währungsabwertung des Argentinischen Peso gegenüber dem US-Dollar (vgl. Auswärtiges Amt 2014).

Welchen Ausweg hat Argentinien?

Zunächst muss konstatiert werden, dass es keinen einfachen und simpel umzusetzenden Ausweg gibt. Ich möchte jedoch eine Idee von Joseph Stiglitz aufgreifen, der sich u.a.

Abb. 1

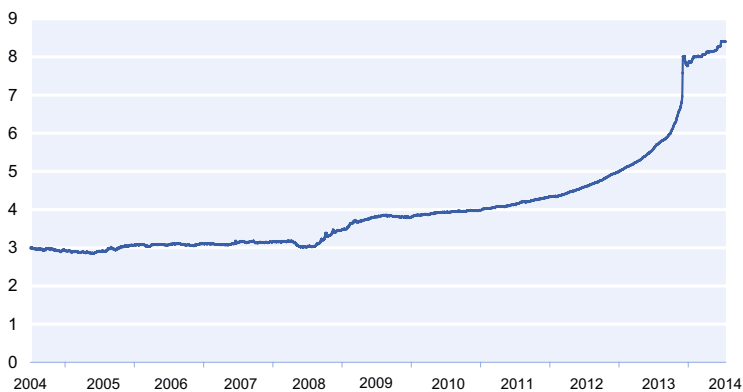
Argentinien: Inflationsrate gegenüber Vorjahr, 2003–2013



(a) Schätzung.

Quelle: Statista; IMF, imf.org.

Abb. 2

US-Dollar vs. Argentinischer Peso und die erkennbare Abwertung
(September 2004–September 2014)

Quelle: Bloomberg; Darstellung des Autors.

mit Robert Solow und John Roemer für ein geordnetes Insolvenzverfahren für Staaten ausspricht (vgl. *Finanz und Wirtschaft* 2014). Die Idee eines solchen geordneten Prozesses ist bei weitem nicht neu, wurde bislang jedoch immer wieder verworfen. Doch gerade am Beispiel Argentiniens sieht man sehr deutlich, wohin ein zu langes Verschleppen der Probleme führen kann. Neben der desolaten wirtschaftlichen Leistung und einer für die Region und für den globalen Welthandel nicht akzeptablen Entwicklung werden auch freiheitliche und demokratische Grundideen gefährdet. Denn gerade in solch schwierigen Situationen ist oftmals die Trennung von Staat und Recht zu beobachten. Tendenzen sind auch hier gegeben. Nehmen wir nur einmal das Statement, dass das US-Gericht mit seinem Urteil gegen den Grundsatz der Staatenimmunität verstoßen habe (vgl. *Auswärtiges Amt* 2014). Folglich will uns die Regierung Argentiniens sagen, dass das anzuwendende Recht einer Emission (das im Emissionsprospekt niedergeschrieben wurde) nur für Privatpersonen und Firmen,³ jedoch nicht für einen anderen Staat

³ Die Übrigen des Staat als Ganzes bilden.

(als Rechtsgebilde) gilt, obwohl dieser sich nach diesem Recht verschuldet hat. Das Recht gilt also vereinfacht gesagt nur für die Bürger und nicht für andere Staaten! Es stellt sich die Frage, was der Staat noch ist, wenn man das Recht von diesem loslöst und Recht und Unrecht nicht mehr trennt. Dann ist der Staat nur noch eine »große Räuberbande«⁴ – und soweit sollte man es nicht kommen lassen. Daher ist eine in sich gesicherte staatliche Refinanzierung in einem immer einzuhaltenden Rechts- und Abwicklungsrahmen von immenser Bedeutung.

Ein geordnetes Insolvenzverfahren ist zielführender als die bislang durchgeführten Maßnahmen der Umschuldung (in Form eines Debt Swap) in den Jahren 2005 und 2010. Es liefert andere Möglichkeiten. Nur diese, von der reinen Politik losgelöste Abwicklung schafft Raum für den Abbau der Staatsverschuldung, die Senkung der Kosten- und Ausgabenstruktur (in allen öffentlichen Bereichen), dauerhafte Sicherung der Staatsfinanzen (vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 2014b) sowie die Einleitung von Maßnahmen zur Stabilisierung des BIP und einen deutlichen Abbau der Inflation (hier vor allem der importierten Inflation). Bereits im Fall Griechenlands wurde dies diskutiert (vgl. *Die Welt* 2011), jedoch nicht in dieser Verbindlichkeit umgesetzt. Wie wichtig für Argentinien eine konsequente Sanierung ist, wird konkret, wenn man die in Abbildung 4 aufgezeigte Relation des Haushaltssaldo zum BIP betrachtet.

Was wäre der große Vorteil eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens? Meiner Ansicht nach ist dies der neutrale kompetente Insolvenzverwalter. Denn dieser könnte und müsste neue grundlegende Denkanstöße und Impulse geben. Er, der als neutrale Instanz in einem solchen Verfahren eingesetzt ist, hätte auch die Möglichkeit, losgelöst jeglicher politischer Richtung, zu agieren. Was wären jedoch die Probleme? Zunächst handelt es sich bei einem Staat nicht um ein Unternehmen. Die Interessenslage eines Staates ist bei weitem komplexer und die verbundenen Entscheidungen weitreichender. Des Weiteren wäre die staatliche Souveränität hier nicht mehr vollständig gewährleistet. Der Staat bzw. die Staatsorgane selbst gäben – zumindest einen Teil – ihrer Handlungsgewalt aus der eigenen Verantwortung ab. Diese wäre natürlich nicht in die Verfügungsmacht eines Einzelnen zu übertragen. Somit müsste man sich für die

⁴ Vgl. Augustinus: *De civitate dei*, IV, 4, 1. Übersetzung: Papst Benedikt XVI, Rede vor dem Deutschen Bundestag am 22. September 2011.

Kasten 1**Fakten zur Ökonomie Argentiniens**

Argentinien ist sowohl ein Agrarland – 6,68% des BIP, vornehmlich Soya (11% des weltweiten Exportvolumens kommen aus Argentinien laut Angaben des USDA Foreign Agricultural Service), Kornarten, Tee, Wein etc. – als auch in der industriellen Fertigung – 28,62% des BIP, vornehmlich Motorenproduktion, Textilproduktion, chemische- und petrochemische Erzeugnisse sowie Stahlproduktion – tätig. Neben diesen produktiven Säulen werden ca. 65% des BIP durch Dienstleistungen erbracht. Ca. 30% der Bevölkerung lebt unterhalb der Armutsgrenze (vgl. CIA World Factbook 2104). Der Export aus der Bundesrepublik Deutschland lag im Jahr 2013 bei ca. 2,8 Mrd. Euro und trägt nach Angaben des Statistischen Bundesamts somit 0,3% zum gesamten Exportvolumen der Bundesrepublik Deutschland bei. Argentiniens Anteil am kaufkraftbereinigten globalen Bruttoinlandsprodukt von 2004 bis 2014 schwankt zwischen 0,7% und 0,89%. Die Bevölkerung ist vornehmlich jung. Nur ca. 10,95% der Bewohner sind 65 Jahre und älter. Ca. 64,82% der Bevölkerung sind zwischen 15 und 64 Jahre. Die restlichen 24,23% der Bewohner sind 14 Jahre und jünger (Zahlenbasis: 2013).

Abbildung 3 zeigt die Entwicklung des Fünfjahres-Credit-Default-Swap (CDS) auf argentinische Staatsanleihen (vgl. Bloomberg). Anhand dessen kann eine Aussage über die Ausfallrisiken der zu versichernden Papiere abgeleitet werden. Je höher der CDS steht, umso teurer ist es, das Underlying¹ abzusichern. Da der CDS-Markt ein Händlermarkt ist und es kein Rating, sondern konkrete Preise² gibt, ist dieses Instrument auch ein sehr taggleich reagierender Preis-Risiko-Indikator (vgl. Bloss et al. 2010). Es kann somit konstatiert werden, dass ein steigender oder hoher CDS (in unserem Beispiel Argentinien; CDS ca. 2 000 BP) relativ gesehen zu einem niedrigeren CDS (z.B. für das Sov. Debt der Bundesrepublik Deutschland; CDS ca. 20 BP) eine mögliche Aussage über den Risikogehalt und das Ausfallrisiko des Underlying bzw. der beiden Kreditnehmer zueinander zulässt (vgl. Bloomberg).

¹ Das Underlying wird im deutschen auch als Basiswert oder zugrunde liegendes Basisinstrument bezeichnet. Im Fall des CDS auf argentinische Staatsanleihen sind dies die argentinischen Bonds.

² Fortlaufender Handel in CDS über Market Maker und Broker.

Quelle: coface Economic studies (2014); IWF; Weltbank.

	2011	2012	2013	2014(e)
BIP Wachstum in %	8,9	1,9	4,3	- 1,5
Inflation in % (durchschnittlich, jährlich)	24	23	26	30
Budgetsaldo in % des BIP	- 3,5	- 4,0	- 3,5	- 5,3
Öffentliche Schulden in % des BIP	45	48	47	53
Arbeitslosenquote in %	7,15	7,20	7,09 (e)	7,58

Abb. 3**5y-CDS Argentinien in Basispunkten
(Juli 2005–August 2014)**

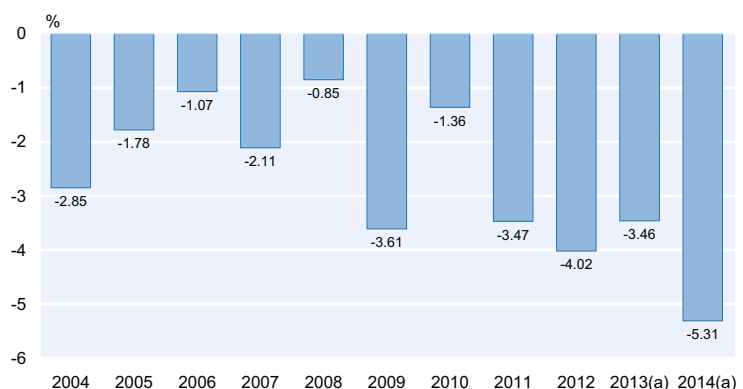
Quelle: Bloomberg; Darstellung des Autors.

Funktion des Insolvenzverwalters eine Institution auswählen, die wiederum keine eigenen Interessen vertritt und in keiner Art und Weise mit den Interessen des Staates oder anderer Staaten in Verbindung steht. Eine solche Funktion könnte z.B. ein eigens eingerichtetes Gremium der Vereinten Nationen für die Mitgliedstaaten übernehmen.

Wer könnte der Insolvenzverwalter sein?

Über diesen kann man trefflich diskutieren. Neben seiner fachlichen Eignung ist der Grundsatz der Neutralität hier von größter Wichtigkeit. Es wäre z.B. vorstellbar, dass die Völkergemeinschaft einen gemeinsamen Vertrag schließt, in dem eine solche zentrale Staatsinsolvenzabwicklung en détail geklärt wird. Es wäre ebenso denkbar, dass die Staaten, die einen solchen Vertrag ratifizie-

ren, gegenüber den nicht teilnehmenden Staaten mit einer Ratingbesserung versehen werden, da das unkontrollierte Risiko einer Insolvenz gegenüber den anderen Staaten sinkt. Dies würde den Staaten direkt zugute kommen.

Abb. 4**Haushaltssaldo von Argentinien in Relation zum Bruttoinlandsprodukt 2014**

(a) Schätzung. Werte wurden zum besseren Verständnis der Statistik gerundet.

Quelle: Statista; IMF, imf.org.

Welche Auswirkungen veränderte Ratingeinstufungen haben, kann man an den nachfolgenden Benchmark-Anleihen und deren Nominalverzinsung wie auch dem Renditeniveau entnehmen (vgl. Thomson Reuters):

Rating (Fitch)	Nominalzins und Schuldnerland	Rendite (auf den Bid-Preis gerechnet)	Laufzeit
AA	2,6% Belgien	1,425	zehn Jahre
BB	6,75% Kroatien	4,250	zehn Jahre
BBB	7,0% Russland	9,570	zehn Jahre

Die zumindest teilweise Aufgabe der rechtsstaatlichen Funktionen, die hier eine immanent große Fragestellung aufwirft, muss von Staatsrechtlern diskutiert und geklärt werden. Denn bei aller wirtschaftlichen Notwendigkeit ist das Aufrechterhalten der eigenen Rechtsstaatsfunktion für die Bürger ein nicht unwichtiger Impuls und somit ausschlaggebend für das Gelingen. Denn die aus einer solchen geordneten Staatsinsolvenz kommenden Entscheidungen müssen von einem Großteil der Bevölkerung mitgetragen und akzeptiert werden. Die ergriffenen Maßnahmen müssen folglich für die Bevölkerung erträglich und mit einer gesellschaftlichen Akzeptanz versehen sein. Dies gilt auch für die Rechtsfolgen der im Zuge des Insolvenzverfahrens getroffenen Entscheidungen.

Folgende politischen Entscheidungen sind während eines solchen Insolvenzverfahrens u.a. zu treffen:

- Senkung der Lohnstückkosten und Förderung der heimischen Wirtschaft (durch Subventionen und Abbau von Bürokratie und Regelhemmnisse, etc.),
- Arbeitsmarktreformen und Arbeitsmarktregulierung (insbesondere in Fragen des Kündigungsschutzes, der Wochenarbeitszeit und der Tariflöhne),
- Senkung staatlicher Transferleistungen (neben klassischen Sozialtransferleistungen auch Rentenzahlungen und Zahlungen aus etwaigen sonstigen Transferleistungen; z.B. Abschaffung des Budgets für Abgeordnete, das diese zur freien Verfügung an Bedürftige verteilen können etc.),
- Maßnahmen zur Senkung der Inflation (Abstoppen des Verfalls der Währung um die importierte Inflation einzudämmen etc.),
- staatliche Anreizprogramme zur Investition und Konjunkturprogramme, die direkten Einfluss haben (ggf. unter Förderung des IWF etc.).

Aus der Erfahrung mit der Agenda 2010 und den darin beschlossenen Maßnahmen kann man ableiten, dass ein Eintreten des ersten Wirkungsgrades bereits nach zwei bis drei Jahren zu erwarten ist.

Hierbei kommen Institutionen wie dem IWF, der Weltbank und der umgebenden Staatengemeinschaft ebenfalls Aufgaben zu. Denn nur durch deren Mithilfe und Maßnahmen

von außen scheint ein solches geordnetes Staatsinsolvenzverfahren möglich. Zeitgleich scheint ein Aussetzen aller Vollstreckungstitel mit einer möglichen kumulativen Strafzahlung für diese als denkbare Überlegung. Wie bei einer privaten Insolvenz würden jedoch die Gläubiger auf einen Teil der Rückzahlung verzichten.

Wie könnte eine geordnete Staatsinsolvenz ausschauen?

Zunächst muss bei einer solchen geordneten Staatsinsolvenz nach Wahl des Insolvenzverwalters eine Gesamtbestandsaufnahme durchgeführt werden. Denn neben den drängenden Fragen der Schuldentrückzahlung bzw. deren Verlängerung und Umverteilung ist der Ausbau des BIP wichtig. Denn nur durch ein gesundes Wachstum kann langfristig ein ausgeglichener Staatshaushalt erreicht werden. Es scheinen drei Hauptaspekte hier von vornehmlicher Wichtigkeit:

1. der Abbau der Verschuldung,
2. das Erzeugen von Wachstum und
3. der Aufbau von Sanktionsmaßnahmen bei Verstoß gegen die in der Staatsinsolvenz beschlossenen Maßnahmen.

Nur wenn alle drei Punkte gleichzeitig angegangen werden, ist von einem Erfolg auszugehen (bei Nichteinhalten schafft man lediglich einen zeitlichen Verzerrungseffekt). Denn neben dem einfachen Verzicht der Gläubiger würde ein solches Verfahren auch unmittelbar auf neue Anleiheemissionen Einfluss haben. Der Markt würde eine erweiterte Risikoprämie einpreisen (vgl. Konrad Adenauer Stiftung 2014), die je nach Rating⁵ und des gehandelten CDS-Spread (vgl. Bloss et al. 2010) zu bewerten wäre (außer durch ein Implementieren einer Ratingbesserung, wie oben beschrieben). Das Schaffen eines solchen global geordneten Staatsinsolvenzrechtes würde also weitreichende Auswirkungen auf den gesamten Emissionsmarkt haben. Des Weiteren darf nicht vergessen werden, dass ein geordnetes, wie auch ein ungeordnetes Verfahren, immer die Gefahr einer Ansteckung für andere Staaten mit sich bringt (vgl. Bloss et al. 2010). Nur klare Regeln und die absolute Sanktionierung bei einer Nichteinhaltung gewähren, Nachahmern den Wind aus den Segeln zu nehmen.

Neben einem Haircut, einer Streckung der Restschulden (ggf. über einen Zeitraum von 50 Jahren, bei einer moderaten aber vorhandenen Tilgung⁶) und einer Implementierung einer Schuldenobergrenze für das Land muss gleichermaßen die Wettbewerbsfähigkeit des Staates im globalen Welthandel erreicht werden. Denn nur wenn gleichermaßen Maßnahmen

⁵ S&P oder Fitch Rating.

⁶ Es ist zwingend notwendig, eine Tilgung zu leisten. Denn ein zeitliches Weiterschieben auf die folgenden Generationen würde hier das gesamte Verfahren gefährden.

zur Steigerung des BIP und die Reduzierung der Verbindlichkeiten zusammenwirken, ist ein zügiges und nicht ausuferndes Verfahren zu gewährleisten (also ohne politische Entscheidungen). Denn die oben angesprochenen Maßnahmen müssen zügig eingeleitet werden, um auf Sicht von fünf bis zehn Jahren eine erneute Kapitalmarktfähigkeit Argentiniens herzustellen. Hierbei wäre jedoch darauf zu achten, dass bei den dann kommenden Transaktionen striktere Regeln zur Anwendung kommen. Auch hier sollte der Insolvenzverwalter, zumindest für die ersten drei bis fünf Jahre, als Überwachungsorgan fungieren. Dies würde zu mehr Vertrauen an den Kapitalmärkten führen und somit eine Wiedereingliederung in die Kapitalmarktfähigkeit des Landes erleichtern.

Fazit

Argentinien steht nun zum wiederholten Mal vor einem selbst herbeigeführten Scherbenhaufen. Folglich kann konstatiert werden, dass das Instrument der geordneten Staatsinsolvenz im Fall Argentiniens – *und nach dessen Vorbild für ähnlich gelagerte Fälle* – wahrscheinlich ein zielführendes Instrument ist, um sich auf lange Sicht mit allen Gläubigern zu einigen und vor allem wieder wettbewerbsfähig zu werden. Neben dem Abbau der **Altstaatsschulden** wäre dieses Verfahren auch durchaus sinnvoll, um die argentinische **Wirtschaft zu stimulieren** und deren **Wettbewerbsfähigkeit** wieder herzustellen. Dabei dürfen die hohen Risikofaktoren der argentinischen Ökonomie jedoch nicht außer Acht gelassen werden. Das Abwickeln eines solchen Verfahrens durch eine neutrale Schiedsstelle scheint aber mehr als überfällig zu sein, da angeschlagene Länder, und hier im speziellen Fall Argentinien, von selbst nicht mehr aus den Schulden herauswachsen können (vgl. Quaisser 2014). Die bisher eingesetzten Instrumente sind im Fall Argentiniens nicht zielführend gewesen. Eine geordnete Staatsinsolvenz (beruhend auf den obigen Annahmen ggf. erweitert um zusätzliche) schafft hierfür die Möglichkeit. Es ist jedoch unbedingt darauf zu achten, dass alle Maßnahmen parallel durchgeführt werden, da diese sich bedingen. Ansonsten wäre das Verfahren nutzlos und würde nicht das gewünschte Ziel erreichen.

Literatur

Auswärtiges Amt (2014), »Länderinformationen Argentinien, Stand: März 2014«, online verfügbar unter: <http://www.auswaertiges-amt.de/DE/Aussenpolitik/Laender/Laenderinfos/01-Laender/Argentinien.html>, aufgerufen am 9. September 2014.

Bloss, M., D. Ernst, J. Häcker und D. Sörensen (2010), *Financial Engineering*, Oldenbourg Verlag München.

CIA World Factbook (2014), »Argentina«, online verfügbar unter: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ar.html>, aufgerufen am 15. September 2014.

Kasten 2

Keyfacts der geordneten Staatsinsolvenz

1. Neutraler Insolvenzverwalter mit umfangreichen Kompetenzen (bei Teilaufgabe der staatlichen Souveränität).
2. Haircut auf die bestehenden Altschulden und somit Forderungsverzicht aller Gläubiger.
3. Aussetzen von Schuldtiteln und Nachverzinsung dieser.
4. Streckung und (Teil-)Tilgung der Schulden im Laufzeitenband bis zu 50 Jahre (Restschulden nach Haircut).
5. Straffung des Wirtschafts- und Sozialsystems, um die globale Wettbewerbsfähigkeit zu gewährleisten.
6. Inflation muss bekämpft werden.
7. Bei Rückkehr an den Kapitalmarkt muss neutraler Insolvenzverwalter min. drei bis fünf Jahre die Kontrolle über die Emissionen, Mittelverwendung etc. haben.

coface Economic studies (2014), »Argentina«, online verfügbar unter: <http://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks/Argentina>, aufgerufen am 9. September 2014.

Die Welt (2011), »Europa braucht ein Insolvenzverfahren für Staaten«, 11. September, online verfügbar unter: <http://www.welt.de/debatte/kommentare/article13598095/Europa-braucht-ein-Insolvenzverfahren-fuer-Staaten.html>.

Finanz und Wirtschaft (2014a), »Was Argentiniens Zahlungsausfall bedeutet«, 31. Juli.

Finanz und Wirtschaft (2014b), »Professoren fordern Insolvenzverfahren für Staaten«, 4. September.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2014a), »Kein Aufschub für Argentinien«, 27. Juni.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2014b), »Argentiniens nächste Krise«, 8. Februar.

Handelsblatt (2014), »Argentinischer Senat stimmt Kirchner-Plan zu«, 4. September.

Konrad Adenauer Stiftung (2014), »Wird es ein Insolvenzverfahren für Staaten geben?«, online verfügbar unter: <http://www.kas.de/wf/de/71.8733/>.

Quaisser, W. (2014), »Der Euro und die (gemeinsamen) Schulden«, *ifo Schnelldienst* 67(15), 17–26.

Rogoff, K.S. und C.M. Reinharts (2011), *This Time is Different*, Princeton University Press, Princeton.