



SACHVERSTÄNDIGENRAT
zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Kurzgutachten zu Staatsschuldenkrisen

Christoph Trebesch
(Ludwig-Maximilians-Universität München)

Arbeitspapier 06/2015*)
November 2015

*) Die Arbeitspapiere geben die persönliche Meinung des Autors wieder und nicht notwendigerweise die des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Prof. Dr. Christoph Trebesch

Kurzgutachten zu Staatsschuldenkrisen
für den Sachverständigenrat
zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Berlin, 01.09.2015

Das vorliegende Gutachten umfasst drei Teile. Zunächst befasse ich mich mit dem Argument, dass ein Insolvenzverfahren zwingend zu höheren Zinsen auf Staatsanleihen führen würde. Im Anschluss daran beschreibe ich den Kontext und Ablauf der Restrukturierungen von Staatsanleihen in (i) Griechenland 2012 und (ii) Zypern 2013.

1. Empirische Effekte der Ankündigung oder Durchführung von Restrukturierungsmechanismen

Die ersten Vorschläge für einen geregelten Insolvenzmechanismus für Staatsschulden reichen bis ins 19e Jahrhundert zurück (siehe Neymark 1905 oder Manes 1919). Mit der zunehmenden Verbreitung von Staatsanleihen in Entwicklungs- und Schwellenländern seit Mitte der 1990er Jahre wurde das Thema auch auf Initiative des IWF intensiv diskutiert (für einen Überblick siehe Rogoff und Zettelmeyer 2002 oder Das et al. 2012). Diese Debatte erlebt nun im Rahmen der Eurokrise eine Renaissance (siehe Gianviti et al. 2010, EEAG 2011, Buchheit et al. 2013, Fuest et al. 2014, Paris and Wyplosz 2014, Sachverständigenrat 2015).

Der zentrale Einwand gegen einen Insolvenzmechanismus für Staaten ist seit jeher die Befürchtung, dass eine solche Reform zu Marktverwerfungen, mehr Zahlungsausfällen und höheren Zinsaufschlägen führen könnte (siehe den Überblick in Panizza 2013). Das Risiko höherer Zinsen wurde u.a. von EZB-Präsident Trichet im Jahre 2010 aufgeführt, um einen permanenten Krisenmechanismus in der Eurozone und einen Schuldenschnitt in Griechenland zu verhindern.¹ Es gibt auch theoretische Argumente, dass die Einführung eines vereinfachten Umschuldungsverfahrens zu höheren Zinsen und damit auch zu einem erschwerten Zugang zu Auslandskrediten führen würde (siehe etwa Dooley 2000 und Shleifer 2003). Dieses Ergebnis ist jedoch umstritten und hängt stark von der Ausgestaltung des Systems und von den getroffenen Annahmen zur Verhandlungsmacht von Gläubigern und Schuldern ab (siehe Bolton and Jeanne 2007, sowie die Diskussion in Wright 2012).

Empirisch ist die Frage schwer zu greifen, aber die bisherige Evidenz liefert kaum Anhaltspunkte, die darauf hindeuten, dass eine neue Insolvenzordnung für Staatsschulden tatsächlich zu höheren Zinsen oder Marktvolatilität führen würde. Panizza (2013) erklärt hierzu, dass es eigentlich unmöglich ist die Markt-Auswirkungen eines Insolvenzmechanismus empirisch zu testen, aus dem einfachen Grund, dass es einen solchen Mechanismus noch nie gab. Man kann sich der Frage jedoch indirekt nähern, indem man die Marktauswirkung von Umschuldungsklauseln untersucht. Weiterhin ist es aufschlussreich, das Marktumfeld für riskante Staatsanleihen in Zeiten von Restrukturierungsankündigungen und Reformdebatten zu betrachten. Vor allem ist das Jahr 2002 interessant, da zu dieser Zeit ein konkreter Vorschlag für eine staatliche Insolvenzordnung sowohl von den USA als auch vom IWF unterstützt wurde (der sogenannte „Sovereign Debt Restructuring Mechanism“ bzw. SDRM). Im Folgenden möchte ich diese Evidenz zusammenfassen.

Mikro-Ansatz 1: Auswirkung von Umschuldungsklauseln (CACs)

Eichengreen und Portes (1995) und Eichengreen and Mody (2004) waren die Ersten, die untersucht haben, inwiefern sich der rechtliche Rahmen für Umschuldungen auf den Marktpreis bzw. die Zinsaufschläge von Staatsanleihen auswirken. Der Ansatz dieser Studien ist es, Anleihen mit oder ohne sogenannten Collective Action Clauses (CACs) zu vergleichen, also Vertragsklauseln, die eine geordnete Umschuldung erleichtern und über eine Mehrheitsentscheidung der Gläubiger sogenannte

¹ Financial Times, 29.10.2010, „Trichet warns on bail-out system dangers“

„Holdouts“ unterbinden können. Hierzu unterscheiden Eichengreen und Koautoren zwischen Auslandsanleihen, die nach englischem Recht (mit CACs) oder nach New Yorker Recht (ohne CACs) ausgegeben wurden.² Die Evidenz ist eindeutig: CACs, die eine geordnete Umschuldung ermöglichen, haben kaum Auswirkungen auf Anleihen-Zinsen und -Preise zum Emissionszeitpunkt. Nur für die riskantesten Schuldnerländer lassen sich geringe Zinsaufschläge beobachten, wohingegen Länder mit hohen Ratings sogar von einem Zinsabschlag durch CACs profitieren.

Nachfolgestudien kommen zu einem ähnlichen Ergebnis: Vertragsklauseln für eine vereinfachte Umschuldung haben keine oder wenn dann nur geringe Preiseffekte im Markt, besonders wenn man für Kreditratings kontrolliert (siehe Richards and Giugatti 2003 und Becker et al. 2003). Bradley and Gulati (2012) finden sogar, dass die Einführung von CACs für riskante Schuldnerländer (mit niedrigen Ratings) mit *geringeren* Zinsaufschlägen einhergehen. Barozzetti und Dottori (2014) stellen einen solch zinsenkenden Effekt von CACs vor allem für Länder mit mittlerem Risiko fest. Diese beiden aktuellen Studien nutzen die bisher umfangreichsten Daten zu Staatsanleihen und CACs und wenden auch bessere empirische Methoden an als die früheren Untersuchungen.

Insgesamt kommt dieser Strang der empirischen Forschung somit zu dem Ergebnis, dass ein stärkerer rechtlicher Rahmen und neue Umschuldungsregeln *keinen* signifikanten Anstieg der Zinsen mit sich bringen. Aktuellere Studien deuten sogar darauf hin, dass CACs die Zinsen senken.

Mikro-Ansatz 2: Auswirkung des Gerichtsstands (inländisches versus ausländisches Recht)

Auch im Rahmen der Eurokrise wurden die die Marktauswirkung von Restrukturierungsmechanismen näherungsweise untersucht (Chamon et al. 2014, Choi et al. 2014, Clare und Schmidlin 2014). In diesen Studien werden die Zinsaufschläge von Anleihen verglichen, die entweder nach inländischem oder nach ausländischem Recht begeben wurden. Der Fokus liegt also auf dem Gerichtsstand der Staatsanleihen.

Motiviert sind diese aktuellen Studien vor allem durch die Restrukturierung in Griechenland, denn diese hat gezeigt, dass Anleihen nach inländischen Recht einen schwächeren vertraglichen Schutz genießen, als Anleihen mit Gerichtsstand in England oder New York. Konkret wurde in Griechenland Umschuldungsklauseln nachträglich in Staatsanleihen eingeführt (auch bezeichnet als „nachgerüstete Umschuldungsklausel“ bzw. „retrofit CACs“). Diese gesetzliche Maßnahme vom Februar 2012 vereinfachte die darauffolgende Restrukturierung erheblich, denn sie machte einen Mehrheitsentscheid der Gläubiger möglich, so dass der Schuldenschnitt für alle bindend wurde.

Der griechische Fall zeigt also, dass es theoretisch wie praktisch möglich ist inländische Anleihen über eine Abstimmung im Parlament beliebig zu verändern, möglicherweise sogar durch ein Gesetz welches die Höhe des Schuldenschnitts oder eine Änderung der Währung der Anleihe vorschreibt. Solche nachträglichen Vertragsänderungen sind bei Anleihen nach ausländischem Recht nicht möglich, denn das griechische Parlament hat z.B. keine Befugnis englische Verträge zu beeinflussen.

Was sind also die Preiseffekte des Rechtsrahmens von Staatsanleihen? Gibt es einen Zinsabschlag für Anleihen, die einfacher umgeschuldet werden können, da sie nicht durch ausländisches Recht geschützt sind? Die empirischen Studien von Chamon et al. (2014), Choi et al. (2014) und Clare und Schmidlin (2014) untersuchen diese Fragen anhand von Zinsdaten europäischer Länder der letzten 10 Jahre. Trotz unterschiedlicher Stichproben und verschiedener empirischer Methoden kommen alle

² Anleihen nach Englischen oder New Yorker Recht machen nach wie vor mehr als 80% der weltweiten Auslandsanleihen aus (siehe Das et al. 2012).

Papiere zu einem ähnlichen Ergebnis: Es gibt einen Preiseffekt des Rechtsrahmens, dieser ist jedoch nur in Krisenzeiten zu beobachten und dann auch nur für Anleihen mit niedrigen Ratings und hohem Ausfallrisiko. Chamon et al. (2014) zeigen, dass Krisen-Länder (solche mit CDS Spreads über 500 Basispunkten) einen deutlichen Zinsaufschlag auf Anleihen nach inländischem Recht hatten. Dies gilt insbesondere für Griechenland und Portugal zwischen Mitte 2010 und Mitte 2012. In normalen Zeiten und für Länder mit höheren Ratings (z.B. auch in Spanien oder Italien) macht es jedoch keinen signifikanten Unterschied, ob Anleihen nach inländischem oder ausländischem Recht begeben wurden.

Insgesamt kommt diese Literatur somit zu dem Schluss, dass der Rechtsrahmen für Umschuldungen nur in Ausnahmefällen zu signifikanten Zinsaufschlägen führt, also nur in Zeiten stark erhöhter Marktrisiken und nur für Anleihen mit „Ramsch“-Rating.

Makro-Ansatz: Auswirkung von Ankündigungen („Deauville“ und „SDRM“-Debatte)

Die empirische Literatur zur Preiswirkung des Rechtsrahmens von Staatsanleihen liefert keine Evidenz, die die Befürchtung von Zinssteigerungen und Marktverwerfungen stützt. Gleichzeitig ist es wenig überraschend, dass die konkrete Ankündigung von Restrukturierungen und Zahlungsausfällen höhere Zinsaufschläge in den betroffenen Krisenländern verursacht. Die Ankündigung eines „Haircuts“ von offizieller Seite führt dazu, dass Gläubigerverluste unvermeidbar scheinen - mit entsprechenden Preiseffekten (siehe z.B. Tillmann 2005).

- Ein bekanntes Beispiel aus Schwellenländern ist die Ankündigung des Moratoriums und der damit verbundenen Umschuldung in Russland 1998, die für viele Investoren überraschend kam und einen drastischen Preisverfall russischer Anleihen zur Folge hatte (siehe Duffie et al. 2003). Es war allgemein erwartet worden, dass der IWF bzw. die USA ein weiteres Rettungspaket für Russland arrangieren. Die nicht erfolgte Rettung Russlands führte nach Dell'Arriccia et al. (2006) dazu, dass die Zinsen in den Jahren nach der Russlandkrise auch in anderen Schwellenländern signifikant stiegen.
- In der Eurokrise ist das wohl bekannteste Beispiel die sog. Ankündigung von Deauville im Oktober 2010, bei der die Möglichkeit einer Staatsinsolvenz und Restrukturierung im Euroraum explizit und von offizieller Seite bestätigt wurde. Nach Lane (2013), Orphanides (2014) oder dem IWF (2011) führte diese Ankündigung zu einem signifikanten Anstieg der Sekundärmarkt-Zinsen für Staaten und Banken in Krisenländern wie Griechenland, Portugal, Spanien oder Italien. Mody (2013) bestreitet jedoch, dass es diesen vielzitierten „Deauville-Effekt“ tatsächlich gab. Seine Analyse zeigt, dass die Zinsen der Krisenländer nach 5 Tagen im Schnitt lediglich 50 Basispunkte angestiegen waren. Dieser Anstieg ist nicht signifikant unterschiedlich von den Zinstrends in den Wochen vor oder nach Deauville.

Aus konzeptioneller Sicht sind die kurzfristigen Effekte von Restrukturierungs-Ankündigungen jedoch wenig hilfreich um die Marktauswirkungen einer neuen Insolvenzordnung abzuschätzen. Denn in Russland 1998 oder in Deauville 2010 ging es weniger darum *wie* Staatsschulden restrukturiert werden sollten. Stattdessen hatten die Ankündigungen vor allem den Neuigkeitswert, dass es überhaupt zu Gläubigerverlusten kommen würde. Die Frage nach dem „ob“ unterscheidet sich fundamental von der Frage des „wie“.

Vielversprechender ist es, das Marktumfeld in Schwellenländern vor und während der SDRM-Debatte in den Jahren 2000-2003 zu untersuchen, denn die Einführung einer internationalen Insolvenzordnung für Staaten war in dieser Phase wahrscheinlicher als zu jedem anderen Zeitpunkt in der modernen

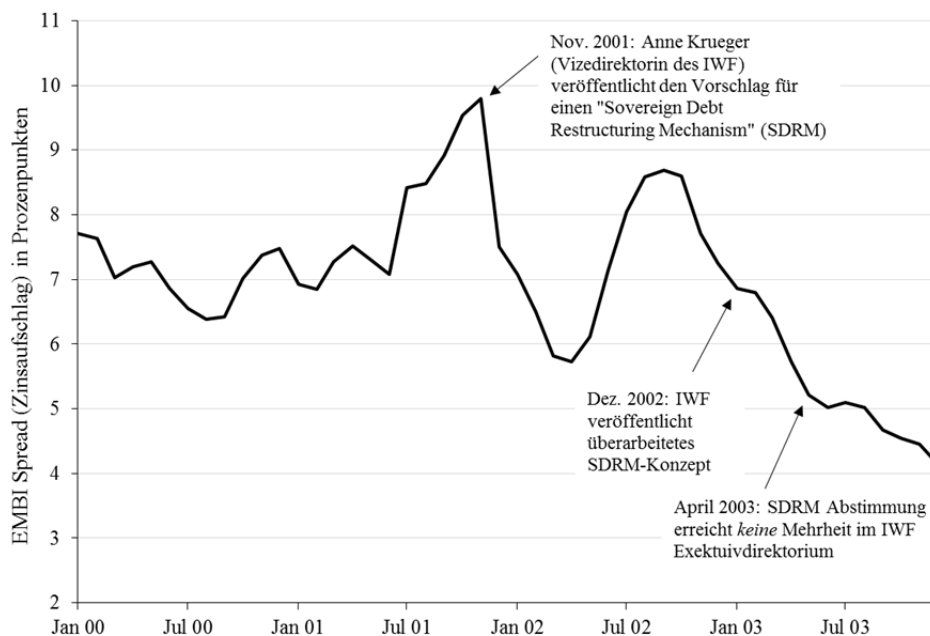
Geschichte. Vor allem die Unterstützung der USA, insb. durch den damaligen Finanzminister Paul O’Neill, ließ eine grundlegende Reform der internationalen Finanzarchitektur erstmals realistisch erscheinen.

Was für Auswirkungen hatte der damalige IWF Vorschlag für eine internationale Insolvenzordnung? Eine kausale Untersuchung zu dieser Frage ist schwierig und meines Wissens nach noch nicht durchgeführt worden. Allerdings ist bereits eine deskriptive Betrachtung aufschlussreich. Abbildung 1 zeigt den durchschnittlichen Zins-Aufschlag von Staatsanleihen von Schwellenländern ggü. US Staatsanleihen im Zeitraum Januar 2000 bis Dezember 2003, basierend auf dem „EMBI Global“ Index von JP Morgan (EMBI steht für den Emerging Market Bond Index). Allgemein war der EMBI Global in dieser Phase sehr volatil, vor allem aufgrund des Argentinischen Staatsbankrotts Anfang 2001, aber auch wegen der Krisen in Brasilien und Uruguay in den Jahren 2002 und 2003.

Es ist jedoch bemerkenswert, dass die Ankündigung des SDRM-Vorschlags durch die IWF-Vizedirektorin Anne Krueger am 26. November 2001 *keinen* Zinsanstieg in Schwellenländern zur Folge hatte. Stattdessen fielen die EMBI Spreads von durchschnittlich fast 10% (1000 Basispunkte) im November 2001 auf ein Tief von 5,7% im April 2002. Zu dieser Zeit war die SDRM Debatte in vollem Gange. Auch die Veröffentlichung des überarbeiteten SDRM-Vorschlags im Dezember 2002 führte nicht zu einem Zinsanstieg.

Die SDRM-Debatte endete damit, dass im April 2003 das IWF Exekutivdirektorium keine erforderliche 85% Mehrheit erreichen konnte. Ein wesentlicher Grund hierfür war, dass die USA den Vorschlag nicht länger unterstützten. Auch gab es Widerstand in einigen großen Schwellenländern (siehe Setser 2010). Aber auch diese Nachricht führte kaum zu nennenswerten Zinsänderungen.

Abbildung 1: Die SDRM Debatte und EMBI Global Spreads 2000-2003 (durchschnittlicher Zinsaufschlag in Schwellenländern ggü. U.S. Staatsanleihen)



Quelle: EMBI / JP Morgan, eigene Darstellung

Insgesamt lässt diese Fallstudie den Schluss zu, dass die mögliche Einführung einer Insolvenzordnung für Staaten nicht zwangsläufig zu Markturbulenzen und signifikanten Zinssteigerungen führt.

2. Abriss der Erfahrungen mit Staatsumschuldungen in Griechenland und Zypern

2.1. Griechenland - März/April 2012

Gesamteinschätzung: Die Restrukturierungen in Griechenland 2012 war die bisher größte in der Geschichte staatlicher Schuldenkrisen. Die Operation war insgesamt ein Erfolg, da sie ohne größere Marktverwerfungen implementiert und ein Schuldenerlass von mehr als 50% zum BIP erreicht wurde. Jedoch wurden auch Fehler gemacht, die Griechenland und die Euroländer viel Geld gekostet haben und zukünftige Restrukturierungen im Euroraum erschweren könnten (siehe hierzu Zettelmeyer et al. 2013).

Zeitlicher Ablauf: Eine Umschuldung in Griechenland wurde erstmals im Juni 2011 öffentlich von Regierungsseite diskutiert. Im Juli 2011 gab es dann einen ersten konkreten Vorschlag von der Gläubigerseite („IIF proposal“), der jedoch keine nominelle Schuldenreduktion vorsah und auch nie implementiert wurde. Auf dem Euro-Gipfel vom 26. Oktober 2011 wurde dann erstmals ein tiefer nomineller Schuldenschnitt von 50% vorgeschlagen. Nichtsdestotrotz dauerte die Verhandlungen mit einem Komitee von 12 großen Gläubigern noch bis Februar 2012. Das Restrukturierungsangebot wurde am 24. Februar veröffentlicht. Die Umschuldung wurde dann am 26. April 2012 abgeschlossen.

Umfang der Schulden und Ausnahmen: Insgesamt wurden €199.2 Mrd. umstrukturiert. Dies entspricht 96.9% der für die Restrukturierung in Frage kommenden Schuldtitel.³ Von vorneherein ausgenommen waren Anleihen, die von der EZB (€42.7 Mrd), den nationalen Zentralbanken der Eurozone (€13.5 Mrd) und der Europäischen Investitionsbank (EIB, €315 Mil.) gehalten wurden.⁴ Außerdem wurden €6.4 Mrd. an Anleihen mit ausländischem Gerichtsstand nicht umgeschuldet. Diese Holdout-Anleihen erlitten keinen „Haircut“ und wurden fristgerecht und in vollem Umfang weiter bedient, als hätte es nie eine Restrukturierung gegeben (zu „Holdouts“, s.u.)

Neu-Instrumente: Jedem Besitzer einer griechischen Staatsanleihe wurde dasselbe Umtausch-Paket angeboten, bestehend aus 20 neuen Staatsanleihen (mit Laufzeiten zwischen 2023 and 2042), sowie Bargeld (in der Form von EFSF Kurzlaufanleihen) und ein BIP-gebundenes Wertpapier („GDP warrant“, nahezu wertlos) umgetauscht. Die EFSF Kurzlaufanleihen (im Wert von 15% der Altschulden) war der wertvollste Teil der neuen Instrumente-Bündels, während die neuen Anleihen aufgrund der langen Laufzeiten und der geringen Kupons (von 2.3% bis 4%) einen nur sehr geringen Nettobarwert hatten. Der hohe Anteil an Geldtransfers unterscheidet die Umschuldung in Griechenland von denen in Schwellenländer der letzten 40 Jahre, bei denen zumeist nur alte in neue Anleihen umgetauscht wurden, aber kaum Geldtransfers stattfanden.

Höhe des „Haircuts“: Der nominelle Schuldenschnitt belief sich auf 53,5% des Nennwerts der alten Anleihen. Der relevante „Haircut“ (unter Berücksichtigung der Laufzeitverlängerung und Änderung der Kupons) betrug 59-65% je nach Annahmen und der gewählten Diskontrate (siehe Zettelmeyer et al. 2013). Die „Haircuts“ waren für Alt-Anleihen mit kurzer Restlaufzeit deutlich höher (mehr als 70%) als für Alt-Anleihen mit langer Restlaufzeit (50% oder weniger).

³ Die Restrukturierung umfasste 81 Staatsanleihen („Hellenic Republic“ Anleihen) sowie 36 kleinere Anleihen von drei Staatsunternehmen (Hellenic Railways, Hellenic Defence Systems und Athens Urban Transport, mit einem Gesamtwert von €9.8 Mrd.).

⁴ Diese Anleihen wurden in einer separaten Operation umstrukturiert, bei der nur die Wertpapierkennnummer (ISIN) geändert wurde, nicht jedoch die Zahlungseigenschaften und Nennwert der Anleihen. Durch die neuen ISINs waren die EZB Anleihen von dem allgemeinen Umschuldungsangebot ausgenommen, da sich dieses nur auf die alten ISINs bezog.

Rechtliche Umsetzung: *Innovative und erfolgreiche rechtliche Umsetzung.* Die Implementierung der Umschuldung lief wie sonst üblich über eine Abstimmung der Gläubiger, aber konkret hing dieser Wahlvorgang stark davon ab, ob Anleihen nach griechischem oder ausländischem Recht ausgegeben wurden.⁵

- Für *Anleihen nach griechischem Recht* wurde am 23. Februar 2012 ein Gesetz im Griechischen Parlament erlassen („Greek Bondholder Act“, 4050/12), welches es ermöglichte alle Anleihen mit einer qualifizierten Mehrheit von 66,6% umzutauschen. Über das Gesetz wurden also *rückwirkend* sog. Collective Action Clauses (Umschuldungsklauseln) eingeführt - ein bis dato einmaliger Vorgang. Eine weitere Besonderheit ist, dass der Aggregationsmechanismus in Griechenland sehr stark war. Die Zweidrittelmehrheit musste über alle Anleihen hinweg erreicht werden (also 66,6% des Gesamtbestandes), anstatt wie sonst üblich für jede Anleihe einzeln. Die Mehrheitsentscheidung war für alle Anleihen bindend, so dass es nahezu unmöglich war eine Sperrposition aufzubauen um die Umschuldung zu blockieren. Am 09.02.2012 wurde bekannt, dass 82% der Anleihen nach griechischem Recht dem Angebot zugestimmt hatten. Somit war die notwendige Mehrheit erreicht und 100% dieser Anleihen wurden umgetauscht.
- *Anleihen nach ausländischem Recht* hatten in der Mehrzahl bereits CACs, aber ohne Aggregationsmechanismus. Die Abstimmung wurde daher für jedes Instrument einzeln durchgeführt, so dass es möglich war Sperrpositionen aufzubauen. Eine 75% Mehrheit wurde dann auch nur in 17 der 35 Anleihen nach englischem Recht erreicht. Der Rest der Anleihen, sowie die Anleihen nach japanischem, italienischem und schweizerischem Recht wurden nur zum Teil umgeschuldet (nicht zu 100%). Insgesamt wurden nur 71% der Anleihen nach ausländischem Recht restrukturiert. Die restlichen „Holdouts“ verteilten sich auf 25 Anleihen.

Umgang mit „Holdouts“: Kurz vor Ablauf der Teilnahmefrist drohte die griechische Regierung in einer Pressemitteilung mit einem Zahlungsausfall auf Anleihen, die nicht an der Umschuldung teilnehmen. Nichtsdestotrotz gab es am Ende „Holdouts“ in Höhe von 6.4 Mrd. (3% des BIPs von 2012). Zu dem angedrohten Zahlungsausfall kam es nie. Im Mai 2012 wurde die erste „Holdout“-Anleihe pünktlich und in Gänze bedient. Seitdem wurde diese Strategie fortgeführt, so dass „Holdout“-Investoren de facto keine Verluste hinnehmen müssen. Die Blockade-Strategie in Griechenland hat sich für viele Hedge Fonds ausgezahlt.

Zahlungsausfall, Ratings und CDS: Kein Zahlungsausfall, also vorbeugende Umschuldung. Trotzdem wurde Griechenland von den Ratingagenturen im Februar 2012 mit einem Bankrott-Rating versehen („selective default“), jedoch nur bis zum Mai 2012. Der Grund für die Abstufung war die Anwendung der CACs, die die Teilnahme an der Umschuldung bindend machte, auch gegen den expliziten Willen mancher Investoren. Aus demselben Grund wurde am 09.03.2012 die Restrukturierung auch als Kredit Ereignis („Credit Event“) von der Gläubigerorganisation ISDA eingestuft, so dass die CDS (Kreditversicherungen) aktiviert wurden. Es kam damit zur Auszahlung von (lediglich) €2.5 Mrd. an Investoren, die sich gegen einen Zahlungsausfall über CDS abgesichert hatten.

Kompensation von Banken?: *Ja, aber nur für griechische Banken.* Gemäß einer Schätzung des IWF vom März 2012 wurde erwartet, dass die Restrukturierung Verluste von €22 Mrd. im griechischen Bankensektor verursachen, da griechische Banken zu den größten Investoren griechischer Anleihen

⁵ Von insgesamt €205.6 Mrd. Anleihen im Markt waren €184 Mrd. nach griechischem Recht und der Rest nach ausländischem Recht ausgegeben (davon €19.9 Mrd. nach englischem Recht). Die EZB kaufte fast ausschließlich Anleihen nach griechischem Recht.

zählten.⁶ Um eine Gefährdung der Banken zu reduzieren wurde Griechenland als Teil der Umschuldung ein EFSF-Kredit in Höhe von €25 Mrd. gewährt. Dieser offizielle Kredit hatte den alleinigen Zweck, die Verluste der Banken auszugleichen. Griechische Banken hatten somit keine, oder nur geringe Verluste. Im Gegensatz hierzu gab es keine Kompensation für ausländische Banken und Versicherungen im In- und Ausland.

Verbesserung der Schuldentragfähigkeit?: Ja, erheblich, aber trotzdem nicht ausreichend. Die Restrukturierung generierte nach Barwert-Schätzungen von Zettelmeyer et al. (2013) einen Schuldenerlass von 50-55% des griechischen BIPs, wobei die Kompensation der inländischen Banken bereits eingerechnet wurde. Nach Reinhart und Trebesch (2015) ist dies ein historisch hoher Wert, da der Schuldenerlass in Prozent zum BIP im Schnitt unter 20% liegt. Die Schuldentragfähigkeit wurde vor allem deswegen verbessert, weil der Schuldendienst erheblich in die Zukunft gestreckt wurde und es zu einer hohen nominellen Schuldenreduktion kam. Trotzdem war die Operation nicht ausreichend um die Tragfähigkeit der griechischen Schulden nachhaltig zu sichern. Dies liegt vor allem daran, dass zur Finanzierung der Umschuldung große Summen vom EFSF geliehen wurden (€25 Mrd. für die Kompensation der Banken sowie €29.7 Mrd. zur Zahlung der sehr hohen Bargeldkomponente). Außerdem wurden die EZB und andere Zentralbanken ausgenommen. Der Schuldendienst auf die EZB-Anleihen wurde dann ebenfalls über neue EFSF-Kredite finanziert.

Die Restrukturierung in Griechenland war also zu einem großen Teil eine Umwandlung von ehemals privat gehaltenen Anleihen in neue, öffentliche Kredite (ggü. dem IWF und dem EFSF). Die Implementierung der Umschuldung in Griechenland war aus Sicht der Steuerzahler somit deutlich teurer als vergleichbare Umschuldungen in Schwellenländern, bei denen üblicherweise alte gegen neue Privatanleihen getauscht werden, so dass die Risiken zu einem Großteil bei privaten Investoren verbleiben. In Griechenland hingegen wurden private Investoren fast vollständig ausbezahlt. Das Risiko eines erneuten Zahlungsausfalls und haircuts liegt somit beim europäischen Steuerzahler.

2.2. Zypern - Juli 2013

Gesamteinschätzung: Die Umschuldung in Zypern Mitte 2013 war eine implizite Bedingung für das Rettungspaket durch die Eurozonen-Länder und den IWF vom März 2013, bei dem 10 Mrd. Euro an öffentlichen Krediten zugesichert wurden. Die Restrukturierung betraf nur eine geringe Summe der Staatsschulden, nämlich nur ca. 5% des zypriotischen BIPs, bei einer Gesamtverschuldung von mehr als 90% zum BIP. Konkret wurden €1 Mrd. an inländischen Anleihen umgeschuldet, die zwischen 2013 und Anfang 2016 fällig wurden. Zudem gab es keine nominelle Schuldenreduktion. Insgesamt war die Operation also eher von symbolischer Natur, um die Kosten der Zypern-Rettung abzumildern.

Zeitlicher Ablauf: Die Restrukturierung wurde am 15. Mai 2013 angekündigt. Nach einer kurzen Verhandlungsphase mit inländischen Gläubigern wurde das Restrukturierungsangebot am 13. Juni veröffentlicht. Am 13. Juli 2013 war die Operation abgeschlossen.

Umfang der Schulden und Ausnahmen: Die Restrukturierung war auf inländische Investoren ausgerichtet und nur auf Anleihen mit Restlaufzeit zwischen Mitte 2013 und Anfang 2016, mit einem Gesamtwert von €1.5 Mrd. Im Gegensatz dazu waren Anleihen, die nach ausländischem Recht begeben wurden und solche mit Laufzeiten ab 2016 waren von der Umschuldung ausgenommen. Von

⁶ Siehe "Greece : Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility" 16.03.2012, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25781.0>

dem Zielvolumen von ca. €1.5 Mrd. wurden dann nur ca. €1 Mrd. umgetauscht, also nur ca. 66%. Manche Anleihen hatten eine Teilnahmerate von nur 15%, andere (vor allem die größte Anleihe mit Fälligkeit im Juli 2013) hatten Teilnahmeraten von über 90%.

Neu-Instrumente: Die 11 betroffenen Anleihen wurden in 5 neue Anleihen umgetauscht, wobei eine einzelne Anleihe (Fälligkeit: Juli 2013) mehr als 65% der Restrukturierungsvolumen ausmachte. Jede Alt-Anleihe wurde jeweils einer Neu-Anleihe zugeordnet. Welche der 5 neuen Anleihen zum Tausch angeboten wurde hing also davon ab, welche Alt-Anleihen die Investoren hielten. Der Kupon wurde grundsätzlich unverändert gelassen, jedoch die Laufzeit um 5 bis 10 Jahre gestreckt. Die Faustregel war: Je höher der Kupon, desto höher die Laufzeitverlängerung. So wurden z.B. die Anleihen mit dem höchsten Kupon (von 6% jährlich) in neuen Anleihen getauscht, die erst im Jahre 2023 fällig werden.

Höhe des „Haircuts“: Kein nomineller Schuldenschnitt. Nach Berechnungen von Asonuma und Papaioannou (2015) betrug der Barwert-„Haircut“ im Durchschnitt 36%. Eigene Berechnungen und die von Asonuma, Niepelt und Ranciere (2015) zeigen, dass der „Haircut“ für Anleihen mit kurzer Restlaufzeit höher war (bei ca 40%) als der von Anleihen mit längerer Restlaufzeit (20-35%).

Rechtliche Umsetzung: Es handelt sich um eine „freiwillige“ Umschuldung ohne CACs oder vergleichbare Techniken. Allerdings ist davon auszugehen, dass erheblicher politischer und regulatorischer Druck auf zypriotische Banken und institutionelle Anleger ausgeübt wurde, um diese zu einer Teilnahme an der freiwilligen Umschuldung zu bewegen.⁷

Umgang mit „Holdouts“: Investoren, die nicht an der Restrukturierung teilnahmen (ca. 33% des Nennwerts) wurden in keiner Form benachteiligt. Die Alt-Anleihen wurden zwischen 2013 und 2015 fristgerecht und in vollem Umfang bedient.

Zahlungsausfall, Ratings und CDS: Kein Zahlungsausfall, also vorbeugende Umschuldung. Aufgrund des „Haircuts“ wurde die Restrukturierung jedoch von allen drei Rating-Agenturen als „sovereign default“ gewertet und das Land mit einem Bankrott-Rating versehen, welches zum Teil noch bis Ende 2014 anhielt. CDS wurden nicht aktiviert.

Kompensation von Banken?: Nicht in direktem Zusammenhang mit der Umschuldung. Allerdings wurden im Rahmen der Rettungsmaßnahmen von zypriotischer Regierung und der Troika ab dem Jahr 2013 große Summen aufgebracht um den Bankensektor zu stützen und zu rekapitalisieren.

Verbesserung der Schuldentragfähigkeit?: Sehr gering gemessen am Gesamtwert der Staatsschulden. Legt man die „Haircut“-Schätzung von Asonuma und Papaioannou zugrunde (also 36% im Durchschnitt) so ergibt sich bei einem Umschuldungs-Volumen von €1 Mrd. ein Schuldenerlass von €0,36 Mrd. Bei einem BIP von ca. 18 Mrd. in 2013 entspricht dies einem Schuldenerlass von nur 2% zum BIP. Legt man eine niedrigere Diskontrate von 10% zugrunde, entspricht der Schuldenerlass sogar nur etwas mehr als 1% des BIPs.

Literaturverzeichnis

Asonuma, T. und M. Papaioannou, (2015), Sovereign Domestic Debt Restructurings and Financial Sector Stability,” unveröffentlichtes Manuskript, International Monetary Fund.

⁷ Man kann davon ausgehen, dass das resultierende Umschuldungs-Volumen von €1,003 Millionen eine Mindestanforderung von Regierung und Geldgebern war, die mindestens €1 Mrd. Altschulden umschulden wollten.

- Asonuma, T., D. Niepelt und R. Ranciere (2015), *Sovereign Debt Restructuring and the Short-term Debt Curse*, unveröffentlichtest Manuskript, IWF.
- Bardozzetti, A. und D. Dottori (2014), Collective action clauses: How do they affect sovereign bond yields? *Journal of International Economics*, 92(2), 286–303.
- Becker, T., A. Richards, und Y. Thaicharoen (2003), Bond restructuring and moral hazard: are collective action clauses costly? *Journal of International Economics*, 61(1), 127–161.
- Bolton, P. und O. Jeanne (2007), Structuring and restructuring sovereign debt: The role of a bankruptcy regime, *Journal of Political Economy*, 115(6), 901-924.
- Bradley, M. und M. Gulati (2013), Collective action clauses for the Eurozone, *Review of Finance*, 1: 1–58.
- Buchheit, L. Gelpert, A., Gulati, G., Panizza, U. Weder Di Mauro, B. und J. Zettelmeyer. (2013), *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Washington D.C: Brookings Institution.
- Chamon, M., Schumacher, J., Trebesch, C. (2014), *Foreign Law Bonds: Can They Reduce Sovereign Borrowing Costs?* Präsentiert auf der NBER Konferenz „International Finance and Macroeconomics“, Oktober 2014.
- Choi, S., M. Gulati, und E. Posner (2011), Pricing terms in sovereign debt contracts: a Greek case study with implications for the European crisis resolution mechanism, *Capital Markets Law Journal*, 6(2), 163–187.
- Clare, A. und N. Schmidlin (2014), The impact of foreign governing law on European government bond yields, Cass Business School. <http://ssrn.com/abstract=2406477>
- Das, U., Papaioannou, M. und C. Trebesch (2012), Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts, IMF Working Paper Nr. 12/203.
- Dell’Ariccia, G., I. Schnabel und J. Zettelmeyer. (2006), How Do Official Bailouts Affect the Risk of Investing in Emerging Markets? *Journal of Money, Credit and Banking* 38 (7): 1689-1714.
- Dooley, M. (2000), International financial architecture and strategic default: Can financial crises be less painful? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 53(1), 361-377.
- Duffie, D, L.H. Pedersen und K. Singleton (2003), Modeling sovereign yield spreads: A case study of Russian debt, *The Journal of Finance*, 2003
- EEAG (2001), A New Crisis Mechanism for the Euro Area, in: *The European Economic Advisory Group Report on the European Economy*, München, S. 71–96
- Eichengreen, B. und A. Mody (2004), Do collective action clauses raise borrowing costs? *Economic Journal*, 114(495), 247–264.
- Eichengreen, B. und R. Portes (1995), *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, London, Center for Economic Performance.
- Fuest, C., F. Heinemann und C. Schröder (2014), A viable insolvency procedure for sovereigns (VIPS) in the euro area, ZEW Discussion Paper Nr. 14-053, Mannheim.
- Gianviti, F., Krueger, A., Pisany-Ferry, J., Sapir, A, und J. von Hagen (2010), *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal*, Bruegel Report.

Internationaler Währungsfonds (2011), Greece: Fourth Review under the Stand-By Arrangement, IMF Country Report Nr. 11/175, Juli 2011.

Lane, P. (2012), The European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Economic Perspectives* 26(3): 49–68.

Neymarck, A. (1905), *Finances Contemporaines*, Vol III. Questions Economiques et Financières 1872-1904, Paris: Librairie Guillaumin et Cie.

Manes, A. (1919) *Staatsbankrotte*, Wirtschaftliche und rechtliche Betrachtungen, Berlin, K. Siegismund.

Mody, A. (2013), Sovereign Debt and its Restructuring Framework in the Euro Area, Bruegel Working Paper, Nr. 5, Brüssel.

Orphanides, A. (2014), Stress Tests as a Policy Tool: The European Experience During the Crisis. MIT Sloan Research Paper Nr. 5122.

Panizza, U. (2013), Do We Need a Mechanism for Solving Sovereign Debt Crises? A Rule-Based Discussion, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper, Nr. 3, Genf.

Pâris, P. und C. Wyplosz (2014), PADRE. Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone, Geneva Reports on the World Economy, Special Report, Nr. 3.

Reinhart, C. und C. Trebesch (2015), Sovereign Debt Relief and its Aftermath. *Journal of the European Economic Association*, im Erscheinen.

Richards, A. und M. Gugiatti (2003), Do collective action clauses influence bond yields? New evidence from emerging markets, *International Finance*, 6(3), 415–447.

Rogoff, K. und J. Zettelmeyer (2002), Bankruptcy procedures for sovereigns: A history of ideas, 1976-2001, *IMF Staff Papers*, 49(3): 470-507.

Sachverständigenrat (2015), Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum, Sondergutachten, Juli 2015.

Setser, B. (2010). “The Political Economy of the SDRM.” In *Overcoming Developing Country Debt Crises*, edited by Barry Herman, José Antonio Ocampo

Shleifer, A. 2003. Will the sovereign debt market survive? *American Economic Review* 93(2), 85- 90.

Tillmann, P. (2005), Private Sector Involvement in the Resolution of Financial Crises: How do Markets React? *Journal of Development Economics* (78): 114-132.

Wright, M.L. (2012), Sovereign debt restructuring: Problems and prospects. *Harvard Business Law Review*, 2:152–198.

Zettelmeyer, J., C. Trebesch und M. Gulati (2013), The Greek debt restructuring: An autopsy, *Economic Policy*, 28(75), 513-563.