

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen

**Grenzüberschreitende Schuldverträge
und Souveränitätsrisiken**

Björn Blüml

Werner Neus

Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 245

Juli 2002

Wirtschaftswissenschaftliches Seminar
Mohlstraße 36, D – 72074 Tübingen

Grenzüberschreitende Schuldverträge und Souveränitätsrisiken

Der Fall privater, relativ souveräner Schuldner

von Björn Blüml und Werner Neus*

Zusammenfassung

Unter dem Stichwort „Souveränitätsrisiko“ werden typischerweise Probleme bei der Auslandsverschuldung eines souveränen Staates behandelt. Souveränität ist dadurch gekennzeichnet, daß es kein Regelsystem gibt, mit dem die Durchsetzung von Verträgen erzwungen werden kann. Diese „klassische“ Fragestellung kann dadurch erweitert werden, daß neben (absolut) souveränen Staaten auch (relativ) souveräne, private Schuldner auftreten können. Relative Souveränität bedeutet, daß zwar grundsätzlich ein Regelsystem existiert, mit dem Verträge durchgesetzt werden können, aber nicht alle Vertragspartner Zugang zu diesem System haben. In diesem Szenario entsteht Raum für spezialisierte Sanktionsagenten, die eine Kreditvergabe erst ermöglichen. Für eine praktische Anwendung dieser Überlegungen ist es von Bedeutung, Lücken in der Rechtssicherheit des Schuldnerstaates sowie geeignete Agenten zu identifizieren. Das vorgestellte Modell erlaubt es, wünschenswerte Eigenschaften des Agenten zu benennen.

JEL: D82, F34, G15, K12

* Dr. *Björn Blüml*, Westdeutsche Landesbank, Prof. Dr. *Werner Neus* Universität Tübingen.
Korrespondenzadresse: Universität Tübingen, Abteilung Bankwirtschaft, Mohlstraße 36; 72074 Tübingen.
Email: werner.neus@uni-tuebingen.de.
Internet: <http://www.uni-tuebingen.de/bank>.

1. Einführung

Insbesondere bei Geschäften mit Vertragspartnern, die in weniger entwickelten Ländern angesiedelt sind, kann es dazu kommen, daß Verträge infolge einer mangelnden Rechtssicherheit nicht durchgesetzt werden können, und dies unabhängig davon, ob die Vertragsgegenseite dazu in der Lage ist, ihre vertraglichen Verpflichtungen zu erfüllen oder nicht. Besonders deutlich ist das Problem mangelnder Rechtssicherheit, wenn es sich bei dem Vertragspartner um einen ausländischen Staat handelt, gegen den üblicherweise überhaupt keine Verträge gerichtlich durchgesetzt werden können. (Die Diskussionen des Londoner Club und des Pariser Club in bezug auf ein Insolvenzrecht für Staaten – siehe für einen schnellen Überblick *BMZ 2002* – ändern daran nicht viel, da es sich letztlich nur um freiwillige Wohlverhaltensregeln handelt.) In diesem Zusammenhang spricht man vom Souveränitätsrisiko, das aus der Kombination der ungewissen Rückzahlungswilligkeit des souveränen Schuldners und der mangelnden Durchsetzungsfähigkeit von vertraglichen Vereinbarungen hervorgeht. Grundsätzlich kann dieses Souveränitätsrisiko bei allen schuldrechtlichen Verträgen aufkommen. Besonders große Bedeutung haben aber wohl die Kreditverträge, auf die sich die weiteren Ausführungen beziehen. In *Blüml* (2000) stehen dagegen Leasingverträge im Mittelpunkt des Interesses.

Im Rahmen des institutionenökonomischen Untersuchungsprogramms kommt der Durchsetzbarkeit vertraglicher Vereinbarungen generell eine zentrale Rolle zu (vgl. zum Beispiel *Richter/Furubotn 1999*, S. 22 ff.). Die Nicht-Durchsetzbarkeit von Verträgen wird häufig mit einer asymmetrischen Informationsverteilung begründet. Demnach sind bestimmte Aktionen oder bestimmte Ausprägungen von Charakteristika nicht kontrahierbar, weil sie von der schlechter informierten Partei nicht beobachtet werden können. Eine wirksame Kontrahierbarkeit scheidet auch dann aus, wenn zwar die am Vertragschluß beteiligten Parteien, nicht aber eine dritte, gegebenenfalls streitschlichtende Instanz über die erforderlichen Informationen verfügt; dann spricht man von fehlender Verifizierbarkeit. (Angesichts der Rechtspraxis, daß Gerichte auch dort urteilen, wo sie nicht über gesicherte Erkenntnisse verfügen, käme der vertraglichen Festlegung von nicht durch das Gericht verifizierbaren Anforderungen die Einführung einer Zufallsvariable gleich.) Die mangelnde Durchsetzbarkeit vertraglicher Elemente ist überdies eng verbunden mit der Konzeption unvollständiger Verträge. Der Verzicht auf die abschließende Regelung aller relevanten Details läßt sich mit begrenzter Rationalität oder mit Transaktionskosten begründen. Auch derartige Unvollständigkeiten führen dazu, daß der Bereitschaft, freiwillig bestimmte Handlungen zu ergreifen, eine ebenso große Bedeutung zukommt wie der Fähigkeit dazu.

Besonders eng ist die Verwandtschaft der Überlegungen zu Souveränitätsrisiken mit dem Zweig der Literatur, in dem ein nicht beobachtbares Ergebnis unterstellt wird, das nur unter Inkaufnahme von Kosten durch den Gläubiger oder durch dritte Parteien überprüft werden kann („costly state verification“, vgl. insbesondere *Townsend 1978*, *Diamond 1984* und *Gale/Hellwig 1985*). Die Gemeinsamkeit zu den hier maßgeblichen Überlegungen liegt darin, daß durch geeignete institutionelle Vorkehrungen sicherzustellen ist, daß die Einhaltung der vertraglichen Verpflichtungen für den Schuldner individuell lohnender ist als deren Verletzung. Konkret rückt die Zahlungswilligkeit statt der Zahlungsfähigkeit in den Mittelpunkt des Interesses. Die Sicherung der Zahlungswilligkeit wird in den genannten Quellen dadurch herbeigeführt, daß eine Vertragsverletzung eine kostenträchtige Prüfung des Ergebnisses nach sich zieht, infolge derer

schließlich Verträge erzwungen werden können. Da der Schuldner die (korrekt antizipierten) Kosten der Prüfung selbst zu tragen hat, wird er eine solche vertragliche Gestaltung vorschlagen, welche unter Einbeziehung seines eigenen Rationalverhaltens (Anreizverträglichkeit) die Wahrscheinlichkeit für eine Kontrolle minimiert.

In diesem Beitrag geht es dagegen um solche Probleme, die selbst bei einer symmetrischen Informationsverteilung aufkommen können. Eine kostenträchtige Kontrolle erweist sich insofern als unwirksam und überflüssig. Das Problem liegt vielmehr in einer extremen Ausprägung des sogenannten „hold-up“ (Kräkel 1999, S. 11 ff.). Die Lösung kann daher alleine darauf beruhen, daß die freiwillige Vertragserfüllung für den Schuldner vorteilhaft ist. Offensichtlich kann dies nur dann der Fall sein, wenn der Schuldner bei Nichterfüllung irgendeinem Schadenspotential ausgesetzt werden kann oder wenn die Vertragserfüllung mit irgendwelchen Belohnungen verbunden ist. Im weiteren werden unter dem Begriff „Sanktion“ gleichermaßen Strafen und Belohnungen zusammengefaßt. Dies schließt Sanktionen im Rahmen von wiederholten Spielen ein. Ebenso wie in den Modellen mit kostenträchtiger Kontrolle ist auch hier ein Problem der Zeitkonsistenz zu beachten. Das heißt, die Sanktionsdrohung hier wie die Kontrollandrohung dort müssen glaubwürdig sein. Dies ist nur dann der Fall, wenn die Ausübung dieser Drohung ihrerseits ex post optimal ist¹.

Die im folgenden vorgetragene Lösungsidee besteht in der Einführung eines Intermediärs, der verglichen mit den am Kreditvertrag beteiligten Parteien überlegene Möglichkeiten zur rechtlichen Durchsetzung von Forderungen aufweist. Es zeigt sich, daß ein solcher Intermediär selbst dann fühlbar zu Lösung des Souveränitätsproblems beitragen kann, wenn auch ihm gegenüber der Abschluß zwingender Verträge ausgeschlossen ist. Als entscheidend stellt sich demnach heraus, daß auf den Schuldner ein verstärkter Druck ausgeübt werden kann. Dagegen ist es von geringerer Bedeutung, daß sich der Intermediär selbst mit möglicherweise strengen Sanktionen konfrontiert sieht. Durch die Einführung des Intermediärs wird über die Erhöhung des insgesamt verfügbaren Sanktionspotentials ein längerer Hebel auf den Schuldner ausgeübt, was im Ergebnis die Bereitschaft zur Vertragserfüllung erhöht. Es stellt sich heraus, daß es nicht primär wichtig ist, daß der Intermediär tatsächlich sanktioniert, sondern daß im Rahmen von Neuverhandlungen die Zahlungseinstellung so verteuert wird, daß sie unattraktiv ist. Die vorgelegenen Überlegungen leisten nicht primär einen Beitrag zur reinen Theorie, weil die Einführung eines solchen Intermediärs zunächst ad hoc vorgenommen wird. Abschließend wird daher ein Versuch präsentiert, einen solchen Intermediär wenigstens ansatzweise zu endogenisieren.

Die Heranziehung einer dritten Partei zur Lösung von Souveränitätsproblemen wird auch bei *Bhattacharya/Detragiache* (1994) untersucht. Diese Partei hat die Aufgabe, es dem Staat, in dem der Kreditgeber ansässig ist, zu ermöglichen, glaubwürdige Sanktionsdrohungen gegenüber einem (absolut) souveränen Schuldnerstaat auszusprechen. Die Gemeinsamkeit liegt also auf einem methodischen Aspekt: Auch bei *Bhattacharya/Detragiache* ist der Einfluß auf Neuverhandlungen von zentraler Bedeutung. Jedoch handelt es sich sowohl bei dem Schuldner als auch bei der sanktionierenden Instanz um staatliche Akteure. Hier stehen demgegenüber private Parteien im Mittelpunkt.

¹ Insbesondere in der Modellvariante von *Diamond* (1984) ist das in Zweifel zu ziehen; siehe für eine Diskussion dieses Punktes *Neus* (2001), S. 136 f.

Damit ist zugleich eine zweite Besonderheit des vorliegenden Beitrags angesprochen: Es wird nicht auf staatliche Schuldner abgestellt, sondern private Schuldner sind Gegenstand der Analyse. Insoweit erweist es sich als sinnvoll, unterschiedliche Grade der Souveränität zu differenzieren. Dies wird durch die Einführung der relativen Schuldnersouveränität erreicht.

Im weiteren wird wie folgt vorgegangen: Zunächst werden die Begriffe Souveränität und Souveränitätsrisiko genauer definiert. Dabei wird auch die im vorliegenden Beitrag zentrale Konzeption der relativen Schuldnersouveränität eingeführt. Anschließend erfolgt ein kurzer Überblick über die typischen Beiträge zur Lösung von Problemen der (absoluten) Schuldnersouveränität. In Abschnitt 4 wird die relative Schuldnersouveränität herausgegriffen und näher beleuchtet. Insbesondere wird dort untersucht, welche Merkmale für eine „Souveränitätsintermediation“ hilfreich sind. Der Beitrag endet mit einigen Schlußbemerkungen.

2. Souveränität und Souveränitätsrisiko

Der Begriff „Souveränität“ stammt sprachlich aus dem Lateinischen, wo „*superanus*“ darüber befindlich bedeutet. Ein Souverän zeichnet sich dementsprechend dadurch aus, daß er Weisungen einer übergeordneten Instanz nicht unterworfen ist. Gleichwohl handelt es sich dabei um eine höchst unvollständige und vage Beschreibung, die von verschiedenen wissenschaftlichen Disziplinen (zum Beispiel der Rechtswissenschaft, Theologie, Soziologie, Politologie oder Wirtschaftswissenschaft) nicht übereinstimmend ausgelegt wird. Erschwert wird die präzise Festlegung des Begriffs auch dadurch, daß es sich bei Souveränität nicht um einen empirisch unmittelbar beobachtbaren Sachverhalt, sondern um ein gedankliches Konstrukt handelt.

Die typische ökonomische Anwendung ist ein Szenario, in dem ein Staat mit eigenen Hoheitsrechten der Kreditnehmer ist (siehe den Übersichtsbeitrag von *Eaton/Fernandez* 1995). Aus Sicht des Kreditgebers besteht in diesem Fall unabhängig vom generell relevanten Problem der Zahlungsfähigkeit des Schuldners die Gefahr, daß der betreffende Staat die Rückführung des Kapitals (einschließlich der Verzinsung) unterbindet. Weil der Schuldner hier Hoheitsrechte innehat, vermag er dies zum Beispiel in Form der Einführung von Transferbeschränkungen, durch die Gestaltung spezifischer Steuern oder durch eine Enteignung zu erreichen. Im Ergebnis gleichbedeutend besteht daneben die Möglichkeit, die Zahlungen ohne weiteres einzustellen. Der Gläubiger ist mit dem Problem konfrontiert, daß er keine Möglichkeit hat, sich die bei Vertragsschluß geltenden Rahmenbedingungen gewährleisten zu lassen. A fortiori kann er ein vertragsgemäßes Verhalten generell nicht erzwingen. Vereinbar damit wird hier definiert:

Ein Schuldner befindet sich im Zustand der (absoluten) Souveränität, wenn es generell kein Regelsystem gibt, das geeignet ist, ihn zur Einhaltung vertraglicher Vereinbarungen zu zwingen (vgl. entsprechend *Blüml* 2000, S. 62).

Zur Vermeidung von Mißverständnissen sei darauf hingewiesen, daß moralische Erwägungen oder individuelle Vorteilhaftigkeitskalküle nichts *erzwingen*, sondern lediglich das Ergebnis freiwilliger Handlungen – im Sinne der Anreizverträglichkeit – beeinflussen. Als Beispiel für absolut souveräne Schuldner läßt sich der bereits angesprochene Staat anführen, der sich (namentlich im Ausland) verschuldet hat.

Die vorgetragene Definition erlaubt direkt die Einführung der Konzeption der relativen Souveränität.

Ein Schuldner befindet sich im Zustand der relativen Souveränität, wenn zwar grundsätzlich ein Regelsystem existiert, mit dem er zur Einhaltung vertraglicher Vereinbarungen gezwungen werden kann, ein bestimmter Gläubiger jedoch seinerseits keinen Zugriff auf dieses Regelsystem hat (*Blüml* 2000, S. 62).

Die Relativität der Souveränität bezieht sich also auf die Beziehung zu einem bestimmten Gläubiger. Relativ souverän sind am ehesten private Schuldner gegenüber in einem anderen Land ansässigen Gläubigern. Durch die Einbeziehung von privaten Schuldnern läßt sich die Analyse von Souveränitätsrisiken deutlich ausdehnen. Ein Beispiel für einen relativ souveränen Schuldner erkennt man in einer chinesischen Unternehmung, die durch Unwägbarkeiten der chinesischen Rechtsordnung vor einer wirksamen Exekution von Verträgen durch (etwa) französische Geschäftspartner geschützt ist.

Souveränität schlechthin hat offenbar einerseits viel mit Rechtssicherheit zu tun. Dem allgemeinen Sprachgebrauch entspricht es sicherlich, die Durchsetzbarkeit abgeschlossener Verträge als ein wesentliches Merkmal der Rechtssicherheit anzusehen, sofern sich die Verträge nur auf solche Punkte beziehen, die beobachtbar und verifizierbar sind. Dies ist auch im vorliegenden Zusammenhang eine vernünftige Deutung. Andererseits läßt sich Souveränität in Verbindung bringen mit einem Machtgefälle, das zwischen den Kooperationspartnern besteht. Der allgemeinen Vorstellung von Mitteleuropäern entspricht es gewiß, daß hierzulande (namentlich im internationalen Vergleich) eine ausgeprägte Rechtssicherheit besteht. Dennoch wird zuzugestehen sein, daß sich aus Sicht eines Afrikaners oder Ostasiaten der Zugang zum mitteleuropäischen Rechtssystem als möglicherweise schwierig darstellt. Umgekehrt mag es für einen Europäer schwierig sein, sich mit den Eigenarten etwa des US-amerikanischen Rechtssystems anzufreunden, ohne daß gleich die dortige Rechtssicherheit angezweifelt wird. Die Durchsetzung der eigenen Rechtsmaßstäbe gegenüber einem Kooperationspartner kennzeichnet gerade das Machtgefälle und eröffnet für diesen ein gewisses Souveränitätsrisiko.

Für das Weitere ist es schließlich zweckmäßig, den Begriff des Souveränitätsfeldes einzuführen.

Als Souveränitätsfeld wird der rechtliche oder institutionelle Rahmen bezeichnet, innerhalb dessen ein Gläubiger seine vertraglichen Ansprüche durchsetzen kann.

Der Begriff des Souveränitätsfeldes bezieht sich also auf die Sichtweise des Gläubigers, während die Souveränität selbst die Sichtweise des Schuldners betrifft. Ein Schuldner ist dementsprechend relativ souverän in seiner Beziehung zu einem bestimmten Gläubiger, wenn er nicht in dessen Souveränitätsfeld liegt. Jedoch ist der Schuldner nur dann *absolut* souverän, wenn er in *niemandes* Souveränitätsfeld liegt. Zu beachten ist ferner, daß Souveränitätsfelder nicht symmetrisch angeordnet sein müssen. Wenn A als Schuldner nicht im Souveränitätsfeld seines Gläubigers B liegt, so könnte zugleich umgekehrt B als Schuldner durchaus im Souveränitätsfeld von A als Gläubiger liegen. Davon würde man insbesondere ausgehen, wenn zwar in dem Staat, in dem B ansässig ist, eine ausgeprägte Rechtssicherheit herrscht, nicht aber in dem Staat, in dem A ansässig ist.

Offensichtlich geht mit der absoluten oder relativen Souveränität die Gefahr einher, daß die Verpflichtungen gegenüber Gläubigern nicht eingehalten werden. Diese Gefahr schlechthin wird häufig als Souveränitätsrisiko bezeichnet. Davon ist das Länderrisiko keinesfalls sauber abzugrenzen. Das Länderrisiko ist offenbar insofern allgemeiner, als es zugleich Risiken der Zahlungsunfähigkeit quantitativ zu erfassen versucht, die völlig unabhängig von der Souveränität existieren. Überdies werden verschiedene Ausprägungen des politisch begründeten Risikos einbezogen. Eine direkte Quantifizierung der Gefahr der Zahlungsunwilligkeit eines souveränen Schuldners oder der Gefahr des Scheiterns an unzulänglich funktionierenden Rechtssystemen unterbleibt jedoch häufig (vgl. zum Beispiel *Fünfle/Pfeifer* 2002).

3. Generelle Lösungsmechanismen

Im folgenden wird in aller Kürze ein knapper Überblick über Mechanismen geliefert, welche zur Verringerung des aus der absoluten Souveränität herrührenden Risikos beitragen können. Wenn auch dies nicht das eigentliche Interesse des vorliegenden Beitrags ist, sind diese Lösungsbeiträge als Referenzpunkt auch im Fall der relativen Schuldnersouveränität von Belang.

Die zentrale Frage ist, warum sollte ein souveräner Schuldner seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen, wenn er dazu nicht gezwungen werden kann? Hierzu wird eine Reihe von typischen Argumenten vorgeschlagen, deren Gemeinsamkeit (natürlich) darin besteht, daß die Zahlungseinstellung unattraktiv gemacht wird oder die Rückzahlung attraktiv (siehe für das Folgende wiederum *Eaton/Fernandez* 1995). Infolge dieser gemeinsamen Logik sind die genannten Ideen auch nicht trennscharf abzugrenzen.

3.1 Reputation

Ein immer wieder genannter Punkt ist der Ausschluß vom Kreditmarkt. Das Argumentationsmuster, demzufolge bei Zahlungseinstellung eine weitere Kreditaufnahme für alle Zukunft ausscheidet, wird in der Regel als Reputationseffekt bezeichnet. Dies ist insofern richtig, als es sich auf eine Klasse von Reputationsmodellen bezieht, die durch ein unendlich häufig wiederholtes Spiel und durch eine Triggerstrategie der Anleger gekennzeichnet ist (ein typischer Repräsentant dieser Reputationsmodelle ist der Ansatz von *Klein/Leffler* 1981). „Reputation“ umschreibt dann lediglich das Faktum, daß ein Schuldner seinen bisherigen Verpflichtungen nachgekommen ist.

Nun ist allerdings herausgearbeitet worden, daß dieses Reputationsargument weniger weit trägt, als es der erste Anschein suggeriert. Zum einen kann das Argument theoretisch in Zweifel gezogen werden, zum anderen belegt auch die Empirie keineswegs, daß die Erhaltung der Reputation ein hinreichender Wirkungsmechanismus ist, um die Zahlungswilligkeit eines souveränen Schuldners zu gewährleisten. *Eaton/Gersovitz* (1981) zeigen, daß es angesichts von Souveränitätsrisiken unter recht allgemeinen Bedingungen nicht möglich ist, die first-best-optimale Kreditaufnahme zu stützen. Weiter gehende Beiträge (siehe insbesondere *Bulow/Rogoff* 1989 und *Rosenthal* 1991) benennen Bedingungen, unter denen es ausgeschlossen ist, daß es (bei Beschränkung auf Reputationseffekte als Steuerungsinstrument) überhaupt zur Kreditvergabe an souveräne Schuldner kommt. Eine Auslandsverschuldung scheidet aus, wenn es nach Abschluß von Kredit-

verträgen angesichts des Zugangs zu renditeträchtigen Anlagen für den Schuldner möglich ist, eine lohnende Selbstfinanzierung vorzunehmen. In diesem Fall ist die Rückzahlung eine dominierte Strategie.

Aus dieser Argumentation ist jedoch keineswegs zu folgern, daß Reputationseffekte schlechthin keine Wirkung entfalten könnten. Insbesondere über die zweite wesentliche Klasse von Reputationsmodellen (in der Tradition zum Beispiel von *Kreps/Wilson* 1982), in denen unsichere A-priori-Einschätzungen in bezug auf die Typenzugehörigkeit des Schuldner durch beobachtbare Verhaltensweisen revidiert werden, wird keinerlei Aussage gemacht.

3.2 Sanktionen

Da es angesichts des Souveränitätsrisikos stets nur darum geht, den individuellen Vorteilhaftigkeitskalkül des Schuldners zu beeinflussen, haben alle Maßnahmen zur Sicherstellung der Zahlungswilligkeit den Charakter positiver oder negativer Sanktionen. Wenn also im vorliegenden Zusammenhang von Sanktion die Rede ist, bedeutet dies stets die Auferlegung eines Vermögensschadens oder die Bereitstellung von Belohnungen, die durch die übrigen Beispiele nicht abgedeckt sind.

Plausible Ansatzpunkte für einen solchen Schaden sind die Einziehung verfügbarer Auslandsaktiva von Schuldnern (zum Beispiel die Konfiszierung von Exporterlösen) oder die Beeinträchtigung des internationalen Handels des betreffenden Landes. Letzteres stellt offenbar eine eher geringfügige Variation der bereits angesprochenen Möglichkeit dar, ein Land vom Kreditmarkt auszuschließen. Eine weitere, recht archaische Form der Sanktion ist die buchstäbliche Kanonenbootpolitik, also die Androhung militärischer Gewalt zur Durchsetzung ökonomischer Forderungen.

Gerade das letzte Beispiel zeigt deutlich, daß es nicht primär darauf ankommt, daß die Sanktion dem Gläubiger nützt, sie muß lediglich dem Schuldner schaden. Allerdings ist eine Sanktionsandrohung nur wirksam, wenn sie auch glaubwürdig ist. Sofern also die Sanktionsausführung für den Gläubiger mit Kosten verbunden ist, müssen diese durch irgendwelche Vorteile kompensiert werden. Auch hier könnte wieder ein Reputationsargument bemüht werden, nun aber auf seiten des Gläubigers, der eine Reputation als „harter“ Gläubiger erwerben möchte. Zudem erweist sich eine Form von Sanktion, die auch dem Gläubiger nützt und nicht nur dem Schuldner schadet, auch im Hinblick auf die Verteilung als effizient.

Interessant könnte die Frage sein, ob eine Sanktionsform gewählt wird, die in Form eines Automatismus abläuft, oder eine solche, bei der endogen eine Art Feinsteuerung vorgenommen werden kann. Das Glaubwürdigkeitsproblem ist offenbar geringer, wenn Prozesse ausgelöst werden, die anschließend nicht mehr beeinflußt werden können. Jedoch ist die Effizienz angesichts von Sanktionskosten höher, wenn diskretionär eine gerade noch hinreichende Sanktion verhängt werden kann. Hier besteht offenbar ein Trade-off.

Abschließend ergibt sich ohne weiteres die zusammenfassende Folgerung, daß die individuelle Bewertung der Sanktion durch den Schuldner höher sein muß als der Schuldendienst, um die Zahlungswilligkeit zu erhalten. Das maximale Sanktionspotential stellt somit zugleich eine Verschuldungsgrenze für ein Land dar.

3.3 Partiieller Schuldenerlaß

Bei souveränen Schuldner können Neuverhandlungen in bezug auf einen partiellen Schuldenerlaß in verschiedener Hinsicht relevant sein:

Eine offensichtlicher Ansatzpunkt ist durch die bereits genannten Sanktionskosten gegeben. Der Schuldner wird durch Sanktionskosten in die Lage versetzt, dem Gläubiger eine Minderung der Zahlungsverpflichtung in Höhe eines Anteils der Sanktionskosten abzuverlangen. Die Höhe dieses Anteils reflektiert dabei die Verhandlungsmacht der Parteien.

Von größerer Bedeutung sind aber Neuverhandlungen im Zusammenhang mit endogenen Entscheidungen des Schuldners und einer unsicheren Zahlungsfähigkeit. Es ist höchst plausibel, daß der Schuldendienst dem Schuldnerland „Anstrengungen“ in Form eines verringerten Konsums oder anderer unpopulärer Maßnahmen abverlangt (*Bulow/Rogoff* 1989b). Wenn infolge exogener Entwicklungen die erforderlichen Anstrengungen für die Rückzahlung zu groß werden, fällt die Bereitschaft, diese Anstrengungen auf sich zu nehmen, dramatisch ab. Dies ist nichts weiteres als eine Variante des allgemeinen Unterinvestitionsproblems (*Myers* 1977). Dieses Unterinvestitionsproblem wirkt um so schärfer, je größer die Verschuldung des Entscheidungsträgers ist. Eine Verringerung des Schuldenstandes kann daher im Ergebnis die Zahlungswilligkeit wieder herbeiführen. Ein partieller Schuldenerlaß führt zu einer Durchbrechung von Verschuldung und Fehlanreizen.

Dieses Argument weist eine erhebliche Verwandtschaft zur Restschuldbefreiung auf, die Anfang 1999 mit der Insolvenzordnung Eingang in das deutsche Recht gefunden hat. Bemerkenswert hieran ist, daß dem redlichen Schuldner bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen (siehe §§ 290, 295 InsO) die Restschuldbefreiung nicht versagt werden kann. Allerdings ist bei der somit vorgenommenen hohen Gewichtung der Erhaltung geeigneter Anreize zu beachten, daß sie in einem Umfeld grundsätzlich durchsetzbarer Verträge vorgenommen wurde. Die Restschuldbefreiung ist also vor dem Hintergrund der sehr strengen Sanktion eines Insolvenzverfahrens zu beurteilen.

Ein partieller Schuldenerlaß oder eine Neuverhandlung schlechthin sind ex post grundsätzlich geeignet, Fehlanreize zu verringern. Ex ante jedoch können sich zusätzliche Fehlanreize ergeben. Die Unmöglichkeit des Gläubigers, sich glaubwürdig an harte Sanktionen (oder an wirksame Belohnungen) zu binden, verringert die Anreizwirkung, erleichtert dem Schuldner ein nicht vertragskonformes Verhalten und erschwert letztlich das Zustandekommen eines Vertrages.

4. Private, relativ souveräne Schuldner

4.1 Der Modellrahmen

Im weiteren wird davon ausgegangen, daß ein Gläubiger einen Kreditvertrag mit einem privaten, im Ausland ansässigen Schuldner abgeschlossen hat. Überdies wird unterstellt, daß sich der Schuldner infolge der Eigenschaften des ausländischen Rechtssystems in einer Position der relativen Souveränität gegenüber dem Gläubiger befindet. Im Ergebnis führen diese Eigenschaften dazu, daß im Land des Schuldners zwar inländische An-

sprüche, nicht aber Ansprüche aus dem Ausland durchgesetzt werden können. Grundsätzlich kommen natürlich auch dem Kreditgeber vertragliche Pflichten zu. Diesbezüglich wird durchweg unterstellt, daß der Kreditgeber zur Einhaltung dieser Pflichten gezwungen werden kann. Der Kreditgeber ist also in keiner Weise souverän.

Infolge dieser Asymmetrie kann es sich als sinnvoll und hilfreich erweisen, als dritte Partei einen Intermediär einzuführen, in dessen Souveränitätsfeld sich der Schuldner befindet. Es ist daher plausibel, aber nicht zwingend, daß dieser Intermediär ebenfalls im Schuldnerland ansässig ist. Für die weiteren Ausführungen wird überwiegend unterstellt, daß sich gegenüber dem Kreditgeber auch der Intermediär in der Position relativer Souveränität befindet. Diese Konstellation stellt den interessanteren Untersuchungsgegenstand dar, weil mit der im Detail noch zu entwickelnden Konstruktion nur dann etwas gewonnen ist, wenn der Intermediär leichter zur Einhaltung seiner Verpflichtungen bewegt werden kann als der Schuldner.

Um die Argumentation auf diesen Punkt zu fokussieren, wird jedes Risiko der Zahlungsunfähigkeit wegdefiniert. Es wird also unterstellt, daß der Schuldner stets zahlungsfähig ist. Weiter wird davon ausgegangen, daß keinerlei asymmetrische Informationsverteilung besteht. Selbstverständlich führt diese Annahmenkombinationen nicht zu einer adäquaten Beschreibung realer Probleme. Im Anschluß an das Modell wird daher kurz diskutiert, wie robust die erzielten Ergebnisse sind.

Der Schuldner nimmt im Zeitpunkt $t = 0$ zur Finanzierung einer Investition in Höhe von I einen Kredit auf. Die Rückzahlung des Kredits einschließlich aller Zinsen und Zinseszinsen hat im Zeitpunkt $t = T$ zu erfolgen. Das zu diesem Zeitpunkt verfügbare Endvermögen beträgt V_T . Die zeitliche Struktur der Investitionsrückflüsse ist für die weitere Analyse unerheblich. Entscheidend ist allein, daß im Zeitpunkt T das Vermögen V_T zur Verfügung steht. Unabhängig von allen Souveränitätsrisiken kommt ein Kreditvertrag nur dann zustande, wenn

$$V_T \geq R \geq (1 + r_K)^T \cdot I, \quad (1)$$

wobei

- I Investitionsbetrag (vollständig kreditfinanziert)
- r_K Kalkulationszinsfuß des Kreditgebers
- R vereinbarter Rückzahlungsbetrag
- V_T Endvermögen des Schuldners im Zeitpunkt T .

Die erste Ungleichung in (1) muß erfüllt sein, damit der Schuldner grundsätzlich in der Lage ist, den Vertrag zu erfüllen. Die zweite Ungleichung muß erfüllt sein, damit der Kreditgeber bereit ist, die Kreditkonditionen zu akzeptieren. Beide Ungleichungen zugleich können nur dann erfüllt sein, wenn die Investition einen nicht negativen Kapitalwert aufweist. Sofern es sich um echte Ungleichungen handelt (also der Kapitalwert positiv ist), wird die Rückzahlung R nach Lage des Wettbewerbs einen eher höheren oder einen eher niedrigen Wert innerhalb des zulässigen Intervalls annehmen. Für das Weitere wird R als exogen betrachtet.

4.2 Entwicklung möglicher Szenarien

Im folgenden wird für drei verschiedene Szenarien untersucht, unter welchen Bedingungen ein funktionsfähiger Kreditvertrag abgeschlossen werden kann. Angesichts des Souveränitätsproblems ist es dafür erforderlich, daß die Rückzahlung des Betrags R für den Schuldner individuell attraktiver ist als die Zahlungseinstellung. Als maßgeblich stellt sich demnach heraus, mit welchen Kosten der Schuldner für den Fall der Zahlungseinstellung belastet werden kann.

4.2.1 Szenario 1: Kreditvertrag ohne Intermediär

Das erste Szenario bildet das „klassische“ allgemeine Souveränitätsrisiko ab. Das heißt, der Kreditgeber ist ungeachtet der annahmegemäß gegebenen Zahlungsfähigkeit des Schuldners nicht in der Lage, die Rückzahlung zu erzwingen.

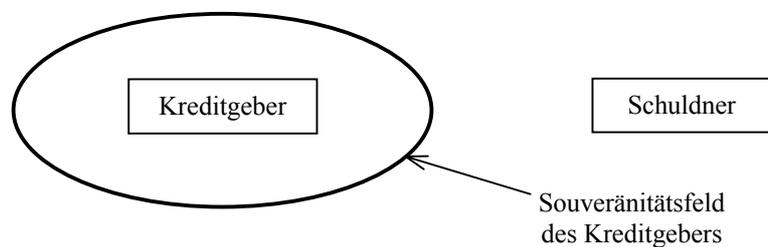


Abbildung 1: Szenario mit souveränem Schuldner.

Abbildung 1 zeigt, daß sich der Schuldner außerhalb des Souveränitätsfeldes des Kreditgebers befindet, so daß ersterer zumindest relativ souverän ist. (Im Rahmen dieses ersten Szenarios spielt es keine Rolle, ob der Schuldner überdies auch absolut souverän ist.) Damit unter diesen Umständen ein Kreditvertrag zustande kommen kann, müssen zwei Bedingungen erfüllt sein:

Zum einen muß es dem Kreditgeber möglich sein, dem Schuldner eine Nutzenminderung in einem solchen Umfang aufzuerlegen, daß die Kreditrückzahlung vorteilhaft ist. Diese Nutzenminderung wird im weiteren kurz als Sanktion bezeichnet. Dabei kann es sich grundsätzlich um ein Bündel aller derer Maßnahmen handeln, die in Abschnitt 3 skizziert wurden. Als wesentliche Repräsentanten für solche Maßnahmen kann man die Einziehung verfügbarer, das heißt im Souveränitätsfeld des Kreditgebers befindlicher Auslandsaktiva des Schuldners sowie den Barwert der infolge verlorener Reputation entgangener Gewinne ansehen. Für die Zahlungswilligkeit des Schuldners muß gelten

$$R \leq S_K^S, \quad (2)$$

wobei

S_K^S maximale Sanktion des Schuldners durch den Kreditgeber.

Zum anderen muß auch die Sanktionswilligkeit gegeben sein. Es ist nicht davon auszugehen, daß für den Kreditgeber keinerlei Kosten damit verbunden sind, die Sanktionen gegenüber dem Schuldner durchzusetzen. Für die Sanktionswilligkeit muß gelten

$$C_K \leq \alpha_K \cdot S_K^S, \quad (3)$$

wobei

C_K Kosten für den Kreditgeber bei der Durchsetzung seiner Sanktion

α_K Anteil der Sanktion S_K^S , welchen der Kreditnehmer selbst vereinnahmen kann.

Der Kreditgeber verzichtet auf die Ausübung der Sanktion, wenn die für ihn damit verbundenen Kosten höher sind als ein *ex post* damit verbundener Vorteil. Die Androhung einer Sanktion, mit der sich im nachhinein der Kreditgeber selber schädigen würde, wird vom Schuldner als unglaubwürdig durchschaut. Von der Sanktion selbst muß der Kreditgeber also profitieren². Wenn es sich bei den Sanktionen um einziehbare Auslandsaktiva handelt, ist ein Nutzen des Kreditgebers ohne weiteres gegeben. Die Aneignung der Barwerte entgangener künftiger Gewinne dürfte dagegen regelmäßig nicht gelingen. Daher ist von einer Relation $0 < \alpha_K < 1$ auszugehen. Insgesamt stellt sich heraus, daß die Verfügbarkeit eines Kreditvertrages für einen relativ souveränen Schuldner um so leichter gegeben ist, je größer die internationale Verflechtung seiner Geschäftsbeziehungen ist, die in der Regel mit dem Vorhandensein von Auslandsaktiva einhergehen. Diese haben einerseits einen unmittelbaren Einfluß auf die Sanktionshöhe S_K^S , andererseits erhöhen sie auch die Sanktionswilligkeit des Kreditgebers, weil dieser sich ein größeres Vermögen aneignen kann. Daraus ergibt sich die Folgerung, daß unter den Bedingungen der relativen Souveränität ein erster Versuch, sich international zu engagieren, deutlich schwieriger sein dürfte als für eine Unternehmung, die bereits gut eingeführt ist.

Grundsätzlich kann man sich vorstellen, daß es im Fall der relativen Schuldnersouveränität verschiedene Stärken der Souveränität gibt, je nachdem, mit welchem Kreditgeber ein Vertrag abgeschlossen wird. Konkret mögen, *arguendo*, die USA im Ruf stehen, eine mangelnde Sanktionierung ausländischer Verpflichtungen gegenüber amerikanischen Unternehmungen mit einem Handelsboykott des betreffenden Staates zu beantworten. Dagegen möge von Deutschland lediglich eine diplomatische Protestnote erwartet werden. In diesem Fall würde der betreffende ausländische Staat einen Schuldner stärker dazu anhalten, Verpflichtungen gegenüber einer amerikanischen Bank nachzukommen, als dies bei einer deutschen Bank der Fall wäre. Daraus ergibt sich, daß sowohl das Sanktionspotential für einen amerikanischen Gläubiger höher als auch die Sanktionskosten niedriger sind als bei einem deutschen Gläubiger. Im Ergebnis könnten sich Kreditverträge nur mit amerikanischen Gläubigern, nicht aber mit deutschen Banken als tragfähig erweisen.

Im weiteren wird unterstellt, daß die Sanktionswilligkeit stets gegeben ist. Auf die Explikation der Restriktion (3) sowie der entsprechenden Bedingungen in den anderen Modellvarianten wird daher im folgenden verzichtet. Das Hauptinteresse liegt auf der Zahlungswilligkeit des Schuldners.

² In einer Situation mit unsicheren Erwartungen über das verfügbare Sanktionspotential wird hier – je nach Realisation dieses Potentials – eine Neuverhandlung der Rückzahlung erforderlich sein. Der Schuldner wird aus freien Stücken niemals mehr zurückzahlen als das tatsächlich gegebene Sanktionspotential. Aus Sicht des (risikoindifferenten) Kreditgebers entspräche dann das erwartete Sanktionspotential zuzüglich des Anteils am gesamten Effizienzgewinn durch Neuverhandlungen der maßgeblichen Obergrenze R' für die Rückzahlung.

4.2.2 Szenario 2: Überlappende Souveränitätsfelder

Das zweite zu untersuchende Szenario ist dadurch gekennzeichnet, daß es überlappende Souveränitätsfelder gibt.

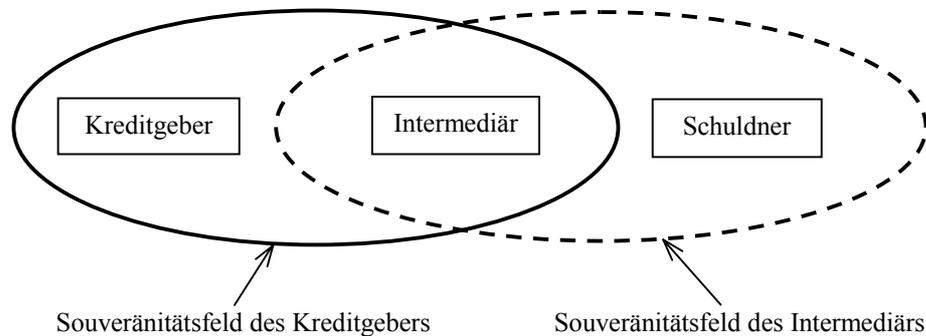


Abbildung 2: Szenario mit überlappenden Souveränitätsfeldern.

Kennzeichen dieses Szenarios ist, daß der Intermediär sich im Souveränitätsfeld des Kreditgebers befindet und der Schuldner dem Souveränitätsfeld des Intermediärs angehört. In diesem Fall ist eine direkte „Souveränitätsintermediation“ möglich. Jeweils zwischen dem Kreditgeber und dem Intermediär sowie zwischen dem Intermediär und dem Schuldner sind zwingende, durchsetzbare Verträge möglich. Sieht man von möglichen zusätzlichen Kosten des Vertragsabschlusses ab, läßt sich das Souveränitätsproblem ohne Nachteile lösen. Dies ist offenbar eine einerseits elegante, andererseits aber auch uninteressante Lösung, weil das eigentliche Problem wegdefiniert wird.

Für praktische Zwecke wäre es immerhin lohnend zu überprüfen, unter welchen realen Bedingungen sich ein Intermediär identifizieren läßt, der die beschriebenen Merkmale aufweist. Dies wird hier jedoch nicht weiter vertieft.

4.2.3 Szenario 3: Schuldner im Souveränitätsfeld eines seinerseits souveränen Intermediärs

Das dritte denkbare Szenario stellt den Hauptuntersuchungsgegenstand dieses Beitrags dar und liegt allen weiteren Überlegungen zugrunde:

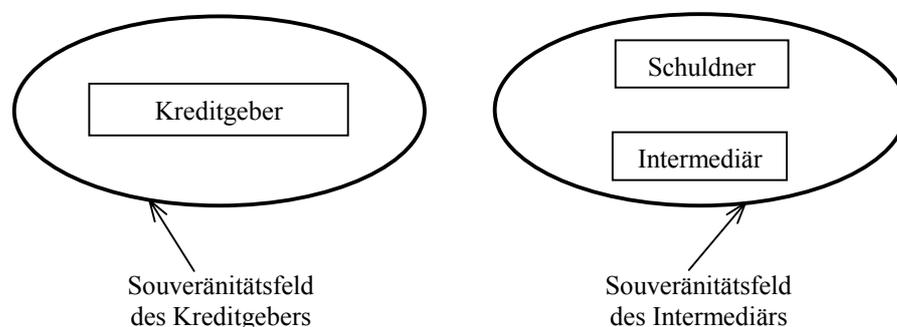


Abbildung 3: Relative Souveränität von Schuldner und Intermediär gegenüber dem Kreditgeber.

Die unmittelbare Relation zwischen dem Kreditgeber und dem Schuldner stellt sich hier nicht anders dar als im ersten Szenario. In diesem Fall handelt es sich jedoch um einen definitiv nur relativ souveränen Schuldner, weil er sich seinerseits im Souveränitätsfeld

des Intermediärs befindet. Dieser wiederum gehört anders als im zweiten Szenario nicht dem Souveränitätsfeld des Kreditgebers an, so daß zwischen dem Kreditgeber und dem Intermediär kein zwingender Vertrag abgeschlossen werden kann.

Zu untersuchen ist, ob es durch ein Bündel geeigneter Vereinbarungen erreicht werden kann, einen tragfähigen Kreditvertrag auch dann abzuschließen, wenn die für das erste Szenario notwendige Bedingung (2) verletzt ist. Zu diesem Zweck wird die folgende Maßnahmenkombination vorgeschlagen:

- Zwischen dem Kreditgeber und dem Schuldner wird ein vorläufiger Kreditvertrag abgeschlossen. Die Auszahlung des Kreditbetrages erfolgt erst nach Abschluß der nachstehenden Vereinbarungen.
- Der Schuldner trifft eine Vereinbarung mit dem Intermediär, die es letzterem ermöglicht, gegenüber dem Schuldner eine wohldefinierte Sanktion S_I^S zu verhängen, sofern der Schuldner den Kredit nicht zurückzahlt.
- Der Kreditgeber darf gegenüber dem Intermediär die Sanktion S_K^I verhängen, wenn der Schuldner seinen Kredit nicht zurückzahlt.

Auf den ersten Blick scheint mit dieser Konstruktion nicht viel gewonnen zu sein, weil zunächst nur das Souveränitätsproblem von dem Schuldner auf den Intermediär verlagert wird. Jedoch zeigen sich bei näherem Blick mögliche Ansatzpunkte für eine wirksame Verringerung des Souveränitätsrisikos. Dies ergibt sich bereits aus der deutlichen Nähe der vorgeschlagenen Konstruktion zum Finanzintermediär bei *Diamond* (1984). Während dort die Bank die Aufgabe der delegierten Überwachung übernimmt, kommt hier dem Intermediär die Aufgabe der delegierten Sanktion zu. Analog zu *Diamond* ist es eine notwendige Bedingung für die Vorteilhaftigkeit des Intermediärs, daß dieser zu geringeren Kosten oder weitergehend sanktionieren kann als der Kreditgeber. Hinreichend für die Vorteilhaftigkeit der Intermediation ist, wenn zusätzlich die Delegationskosten den Effizienzvorteil nicht überkompensieren.

Bisher wurde ohne weiteres angenommen, es werde genau ein Intermediär so gewählt, daß der Schuldner sich in dessen Souveränitätsfeld befindet. Dies läßt sich wie folgt näher begründen: Zum einen wird die Einschaltung des Intermediärs mit Kosten verbunden sein (wie unten näher belegt wird). Daher sollte es vermieden werden, mehr als einen Intermediär einzuführen. Können zwischen dem Intermediär und dem Schuldner zwingende Verträge abgeschlossen werden, ist zugleich gewährleistet, daß das gesamte verfügbare Sanktionspotential ausgeschöpft wird. Zum anderen ist es höchst plausibel zu unterstellen, daß die Kosten der Durchsetzung der Sanktion besonders niedrig sind, wenn zwingende Verträge abgeschlossen werden können. Durch eine entsprechend umfassendere Analyse könnte die hier per Annahme vorgegebene Wahl des Intermediärs durchaus endogenisiert werden.

Insbesondere angesichts der relativen Nähe zwischen Schuldner und Intermediär darf also erstens davon ausgegangen werden, daß der Intermediär den Schuldner leichter sanktionieren kann, als es dem Kreditgeber möglich ist. Dies betrifft zugleich die mögliche Höhe der Sanktion und die bei der Sanktionierung in Kauf zu nehmenden Kosten. Wie geschildert, reicht dies jedoch nicht hin. Es darf aber zweitens davon ausgegangen werden, daß trotz des auch hier vorhandenen Souveränitätsrisikos die Beziehung zwischen dem Kreditgeber und dem Intermediär weniger problembehaftet sein kann als die Be-

ziehung des ersteren zu dem Schuldner. Dies ist in den folgenden Abschnitten zu belegen.

Angesichts dieser Überlegungen werden für das Weitere die folgenden Annahmen getroffen, die jedoch lediglich für die Interpretation der Ergebnisse, nicht für deren Zustandekommen maßgeblich sind:

$$S_I^S > S_K^S \quad (4)$$

sowie

$$C_I \leq C_K, \quad (5)$$

wobei

S_I^S maximale Sanktion des Schuldners durch den Intermediär

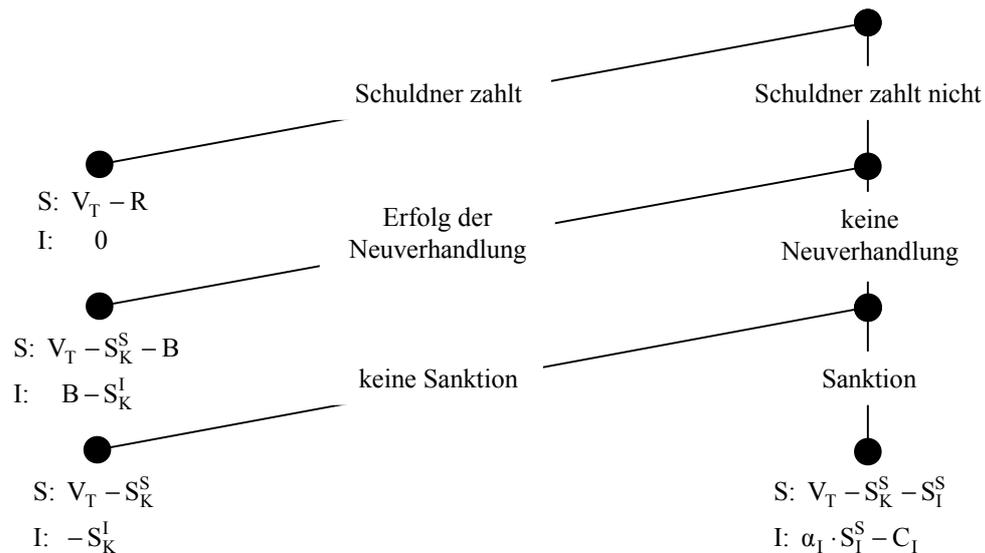
C_I Kosten für den Intermediär bei der Durchsetzung seiner Sanktion.

4.3 Das Verhalten von Intermediär und Schuldner nach Abschluß des Kreditvertrages

Für die Aufgabenerfüllung des Intermediärs ist es angesichts seiner relativen Souveränität unerlässlich, daß er sanktionswillig ist. Die Sanktionswilligkeit wird zum einen beeinflusst durch die Sanktionen, denen er seinerseits durch den Kreditgeber ausgesetzt werden kann, weiter durch die Vorteile, die der Intermediär sich gegebenenfalls bei der Sanktionierung des Schuldners aneignen kann, sowie schließlich durch die Kosten, die bei der Sanktionierung anfallen. Zum anderen ist aber der Schuldner bemüht, durch geeignete Gegenmaßnahmen die Sanktionswilligkeit des Intermediärs herabzusetzen. Durch ein geeignetes Neuverhandlungsangebot versucht der Schuldner, mit dem Intermediär ein Einvernehmen über einen Verzicht auf die Sanktionierung herzustellen. Praktisch stützt sich ein solches Neuverhandlungsangebot also auf eine Bestechung, welche in der Sprache der Theorie weniger deutlich als Seitenzahlung bezeichnet wird.

Die Interaktion des nachvertraglichen Verhaltens des Schuldners sowie des Intermediärs folgt somit einem dreistufigen Spiel: Sofern der Schuldner zahlt, ist nichts weiter zu entscheiden. Im Falle der Zahlungseinstellung kann der Schuldner dem Intermediär eine Seitenzahlung B anbieten, um ihn für dessen Nettovorteile aus der Sanktion zu kompensieren. Reicht die höchste für den Schuldner noch akzeptable Seitenzahlung aus, um den Intermediär zum Verzicht auf die Sanktion zu bewegen (gibt es also einen positiven Neuverhandlungsgewinn), so wird die Seitenzahlung ausgetauscht und der Intermediär sanktioniert nicht³. Gibt es keinen positiven Einigungsbereich für die Neuverhandlung, muß der Intermediär unabhängig von einer Seitenzahlung überprüfen, ob die Sanktion für ihn vorteilhaft ist. Der Spielbaum in der Abbildung 4 bildet die Situation ab. (Darin steht S für den Schuldner und I für den Intermediär).

³ Denkbar wäre ein Szenario, in dem der Intermediär erst die Seitenzahlung vereinnahmt und anschließend doch sanktionieren kann. Dann käme es im Gleichgewicht selbstverständlich nie zu einer Seitenzahlung. Da jedoch annahmegemäß zwischen dem Schuldner und dem Intermediär bindende Verträge abgeschlossen werden können, ist die Wirksamkeit der Neuverhandlungsmöglichkeit gesichert.

Abbildung 4: Neuverhandlungs- und Sanktionsspiel⁴.

Die Explikation der Strategien und der Auszahlungen des Kreditgebers ist entbehrlich, weil dieser annahmegemäß stets sanktionswillig ist. Zu einer Kreditvergabe kommt es schließlich nur dann, wenn die Gleichgewichtslösung darin besteht, daß der Schuldner zahlt. Nun kann es aber eine Reihe von Konstellationen geben, unter denen die Zahlungswilligkeit des Schuldners nicht gesichert ist. Infolge der Mehrstufigkeit des Spiels ist dies im Wege der Rekursion zu überprüfen. Gegenüber drei möglichen Alternativen muß sich die Zahlung des Schuldners als vorteilhaft erweisen:

- 1) Zahlt der Schuldner nicht und kommt es auch nicht zum erfolgreichen Abschluß von Neuverhandlungen, muß der Intermediär überprüfen, ob sich die Sanktion für ihn als vorteilhaft erweist. Dies ist dann der Fall, wenn die Sanktion, der er durch den Kreditgeber ausgesetzt ist, hinreichend groß ist. Dementsprechend kommt es nicht zur Sanktion, wenn

$$S_K^I \leq C_I - \alpha_I \cdot S_I^S, \quad (6)$$

wobei

α_I Anteil der Sanktion S_I^S , welchen der Intermediär selbst vereinnahmen kann

S_K^I maximale Sanktion des Intermediärs durch den Kreditgeber.

Gilt Bedingung (6), bietet der Schuldner dem Intermediär keine Seitenzahlung an. Eine Seitenzahlung ist hier nicht erforderlich, weil der Intermediär ohnehin nicht sanktioniert. In diesem Fall ist der Intermediär nicht in der Lage, irgendeine konstruktive Rolle bei der Lösung des Souveränitätsproblems einzunehmen. Zur Kreditvergabe kommt es unter diesen Umständen nur dann, wenn die oben für den Fall der absoluten Souveränität formulierte Bedingung

$$R \leq S_K^S \quad (2)$$

⁴ In die Abbildung 4 geht das Verhandlungsspiel lediglich in der reduzierten Form ein.

erfüllt ist, wenn also das direkte Sanktionspotential des Kreditgebers hinreichend hoch ist.

- 2) Kann der Schuldner antizipieren, daß es nach der Zahlungseinstellung ohne Neuverhandlungen zur Sanktionierung kommt (das ist der Fall, wenn Ungleichung (6) verletzt ist), muß er überlegen, ob er dem Intermediär eine Seitenzahlung B in geeigneter Höhe anbieten kann. Geeignet ist eine Seitenzahlung grundsätzlich dann, wenn sie zum einen den Intermediär besser stellt. Es muß also gelten

$$B > \alpha_I \cdot S_I^S - C_I + S_K^I \equiv B_{\min} > 0, \quad (7)$$

wobei

B Seitenzahlung des Schuldners an den Intermediär.

Im hier relevanten Fall, also der Verletzung von Bedingung (6), ist die minimal erforderliche Seitenzahlung B_{\min} positiv. Zum anderen muß die Seitenzahlung aber niedrig genug sein, damit der Schuldner sie der Sanktionierung durch den Intermediäre vorzieht. Es muß daher zusätzlich gelten

$$B < S_I^S \equiv B_{\max}. \quad (8)$$

Die Ungleichungen (7) und (8) können offenbar nur dann gleichzeitig erfüllt sein, wenn $B_{\max} > B_{\min}$. Trifft dies zu, gibt es einen positiven Neuverhandlungsgewinn, der zwischen dem Intermediär und dem Schuldner aufgeteilt werden kann. Da zwischen diesen Parteien nach Auszahlung des Kreditbetrages ein bilaterales Monopol vorliegt, ist es nicht von vornherein klar, wie der Neuverhandlungsgewinn verteilt wird. Für das eigentliche Verhandlungsspiel wird hier die *Nash*-Lösung vorgeschlagen⁵, wobei dem Intermediär der Verhandlungsmachtparameter β (mit $0 < \beta < 1$) zugewiesen wird. Der Intermediär erhält demzufolge den Anteil β des Verhandlungsgewinns. Für die gegebenenfalls realisierte Seitenzahlung B^* folgt daraus

$$\begin{aligned} B^* &= (1 - \beta) \cdot B_{\min} + \beta \cdot B_{\max} \\ &= (1 - \beta) \cdot (\alpha_I \cdot S_I^S - C_I + S_K^I) + \beta \cdot S_I^S. \end{aligned} \quad (9)$$

Zunächst wäre vielleicht zu vermuten, daß im Fall von gelungenen Neuverhandlungen der Intermediär ebenfalls keinerlei positive Wirkung entfaltet, kommt es doch auch hier nicht zu einer Sanktion. Jedoch ist zu beachten, daß durch die erforderliche Seitenzahlung die Zahlungseinstellung für den Schuldner verteuert wird. Wird aber die Zahlungseinstellung verteuert, vergrößert sich die Menge der Parameterkonstellationen, unter denen die Kreditvergabe sich als tragfähig erweist kommt. Dies ist nunmehr der Fall, wenn gilt

$$R \leq S_K^S + B^*, \quad (10)$$

⁵ Grundsätzlich wäre natürlich eine Modellierung als nicht-kooperatives Verhandlungsspiel eleganter. Die einschlägigen Ansätze sind jedoch deutlich komplizierter als die *Nash*-Lösung. Überdies läßt sich die *Nash*-Lösung unter vernünftigen Bedingungen als Ergebnis eines nicht-kooperativen Verhandlungsspiels rekonstruieren. Vgl. dazu *Sutton* 1986.

mit $B^* > 0$. Für die weitere Diskussion ist festzuhalten, daß der Intermediär um so sinnvoller eingesetzt werden kann, je höher B^* ist.

- 3) Es verbleibt eine letzte relevante Alternative zur planmäßigen Bedienung des Kredits durch den Schuldner: Zwar ist der Intermediär sanktionswillig (Ungleichung (6) gilt also nicht) und dies kann auch nicht durch Neuverhandlungen aufgelöst werden (es ist also $B_{\max} \leq B_{\min}$). Dennoch reicht die verfügbare Gesamtsanktion nicht aus, um den Schuldner zur Zahlung zu bewegen. In diesem Fall gilt

$$R > S_K^S + S_I^S \quad (11)$$

mit $S_I^S \geq B^*$.

Für das Folgende ist es sinnvoll, eine Fallunterscheidung nach der Höhe der Sanktion vorzunehmen, die der Kreditgeber auf den Intermediär ausüben kann. Bei einem zunehmenden Sanktionspotential S_K^I erhöht sich nämlich die im Gleichgewicht erforderliche Seitenzahlung B^* . Sofern weiter S_K^I endogen beeinflußt werden kann, legt der Kreditgeber über dieses Sanktionspotential die erforderliche Seitenzahlung B^* so fest, daß die Rückzahlung für den Schuldner optimal ist. Jenseits von $B^* = B_{\max}$ allerdings verliert eine weitere Erhöhung von S_K^I seine Wirkung. Diesen kritischen Betrag für die Sanktion des Intermediärs durch den Kreditgeber erhält man aus (8) und (9) mit

$$S_K^I(B^* = B_{\max}) = C_I + (1 - \alpha_I) \cdot S_I^S. \quad (12)$$

Die (parameterabhängigen) Ergebnisse aus dem Spiel zwischen dem Intermediär und dem Schuldner sowie deren Auswirkungen auf die Kreditvergabeentscheidung sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengestellt.

Höhe der Sanktion S_K^I	$S_K^I \leq C_I - \alpha_I \cdot S_I^S$	$C_I - \alpha_I \cdot S_I^S < S_K^I < C_I + (1 - \alpha_I) \cdot S_I^S$	$S_K^I \geq C_I + (1 - \alpha_I) \cdot S_I^S$
Sanktionierung?	nein	nein	ja
Seitenzahlung?	nein	$B^* = (1 - \beta) \cdot (\alpha_I \cdot S_I^S - C_I + S_K^I) + \beta \cdot S_I^S$	nein
Bedingung für Kreditvergabe	$R \leq S_K^S$	$R \leq S_K^S + B^*$ (mit $B^* > 0$)	$R \leq S_K^S + S_I^S$ (mit $S_I^S \geq B^*$)

Tabelle 1: Überblick über die Ergebnisse des Neuverhandlungs- und Sanktionsspiels.

Für die Interpretation der Ergebnisse ist festzuhalten, daß die Kreditvergabe um so eher ermöglicht wird, je größer S_K^I , S_I^S und B^* sind. Die nähere Interpretation und die komparative Statik werden im Anschluß an die nähere Vorstellung des Intermediärs vorgenommen bzw. untersucht.

4.4 Endogene Sanktionierung des Intermediärs

Über die Rolle und die Möglichkeiten des Intermediärs wurde bislang nicht viel gesagt. Von Intermediären ist allgemein bekannt, daß sie sich durch Spezialisierung einzigartige

Vorteile in ihrer Tätigkeit verschaffen können. Die Intermediation funktioniert um so zuverlässiger und kostengünstiger, je häufiger der Intermediär tätig wird (vgl. zum Beispiel *Breuer 1995* und *Neus 2001*).

Diese allgemeinen Grundlagen werden nun wie folgt in das vorliegende Modell integriert: Der Kreditgeber engagiert den Intermediär als Sanktionierungsagent. Dieser erhält ein Honorar H für jeden planmäßig zurückgezahlten Kredit. Durch sein Interesse daran, auch künftig mit Sanktionsaufgaben betraut zu werden, wird die Vertrauenswürdigkeit des Intermediärs geschützt. Für die nähere Formalisierung bietet sich ein unendlich wiederholtes Reputationsspiel an. Die Kreditgeber verfolgen dabei eine Triggerstrategie: Der Intermediär wird solange mit neuen Aufträgen betraut, wie Kredite planmäßig zurückgezahlt werden. Sobald einmal die Rückzahlung unterbleibt, verliert der Intermediär nachhaltig seinen Ruf als zuverlässiger Sanktionierer und wird keinen weiteren Auftrag erhalten. Die Sanktionierung des Intermediärs besteht dann also im Entzug der Honorarbarwertes

$$S_K^I = \frac{H}{r_I}, \quad (13)$$

wobei

H Honorar des Intermediärs bei planmäßiger Rückzahlung des Kredits
 r_I Kalkulationszinsfuß des Intermediärs.

Diese Form der Sanktionierung hat überdies den Vorteil, daß damit für den Kreditgeber keinerlei Kosten verbunden sind. Der Verzicht auf eine Auftragserteilung an einen bestimmten Intermediär ist kostenlos, sofern irgendein anderer Intermediär zur Verfügung steht: eine sehr schwache Bedingung. Auch wenn oben das Reputationsargument in bezug auf den Schuldner als nur begrenzt tragfähig bezeichnet wurde, ist hier zu konstatieren, daß die Voraussetzungen für die Schaffung und die Erhaltung der Reputation eines Intermediärs ohne weiteres gegeben sind.

Zu untersuchen ist, welches Honorar der Kreditgeber dem Intermediär für seine Sanktionstätigkeit (genauer: für seine Sanktionsandrohung) zu zahlen bereit ist. Grundsätzlich wird ein Honorar mit dem Ziel gezahlt, Einfluß auf die Rückzahlungswilligkeit des Schuldners zu nehmen. Um diesen Einfluß abschätzen zu können, sind die Ergebnisse des Neuverhandlungs- und Sanktionsspiels einzubeziehen. Einen Einfluß auf die Rückzahlungswilligkeit des Schuldners hat die Zahlung eines Honorars an den Intermediär nur dann, wenn entweder im Rahmen der Neuverhandlungen durch eine Seitenzahlung die Zahlungseinstellung verteuert wird oder durch die Höhe des Honorars gewährleistet ist, daß Neuverhandlungen scheitern und es somit im Falle der Zahlungseinstellung zur Sanktionierung kommt. Insgesamt bietet der Kreditgeber dem Intermediär die geringste Honorarzahlung an, welche die Zahlungswilligkeit sichert. (Damit wird zugleich unterstellt, daß potentielle Intermediäre im Wettbewerb miteinander stehen. Ist das nicht der Fall, erhöht sich das Honorar um die Beteiligung an den Renten aus Kreditvergabe und Investition.)

Die Höhe des Honorars bestimmt zunächst (*ceteris paribus*), welcher Fall aus Tabelle 1 maßgeblich ist.

- 1) Ein Honorar erweist sich als irrelevant, wenn die dadurch bewirkte Sanktionsandrohung weder die Sanktionierung des Schuldners gewährleistet noch eine Neuverhandlung

ermöglicht (erste Spalte). Selbst zusammen mit dem Anteil der Sanktion, die dem Intermediär zufällt, kann der Honorarbarwert nicht die dem Intermediär entstehenden Sanktionskosten kompensieren. Dies ist dann der Fall, wenn

$$H < r_1 \cdot (C_1 - \alpha_1 \cdot S_1^S) \equiv H_1. \quad (14)$$

Positive Honorare mit $H < H_1$ werden daher niemals gezahlt.

- 2) Eine Erhöhung des Honorars über die kritische Grenze H_1 hinweg bewirkt zunächst, daß eine Neuverhandlung zustande kommen kann. Dies führt aber aus Sicht des Kreditgebers nur dann zu einer Verbesserung der Situation, wenn infolge der Seitenzahlung B^* nunmehr für den Schuldner die Rückzahlung günstiger ist als die in Kauf zu nehmende Sanktion durch den Kreditgeber und die zu leistende Seitenzahlung. Daher zahlt der Kreditgeber ein Honorar, das zu einer hinreichend hohen Seitenzahlung führt. Daraus ergibt sich

$$H \geq r_1 \cdot \left(C_1 - \alpha_1 \cdot S_1^S + \frac{R - \beta \cdot S_1^S - S_K^S}{1 - \beta} \right) \equiv H_2(R). \quad (15)$$

Nun gilt jedoch $H_2(R = S_K^S) < H_1$. Ist R also nur geringfügig größer als S_K^S , bewirkt das durch (15) abgegrenzte Mindesthonorar $H_2(R)$ nicht, daß der Intermediär die Ausübung der Sanktion ihrer Unterlassung vorzieht. Denn es kommt, wie bereits erklärt, ein Honorar mit $H < H_1$ nicht in Frage. Deshalb muß das Mindesthonorar H_1 geboten werden. Bei einer weiteren Erhöhung des Rückzahlungsbetrages muß zunächst das Honorar nicht weiter erhöht werden; allein die Restriktion (14) bindet, solange der Quotient in (15) noch negativ ist. Erst jenseits von $R = S_K^S + \beta \cdot S_1^S$ muß das Honorar weiter erhöht werden, um den Kreditvertrag tragfähig zu erhalten.

Zu beachten ist ferner, daß H_1 grundsätzlich negativ sein kann, nämlich dann, wenn die Sanktionskosten besonders niedrig sind und das anzueignende Sanktionspotential hoch ist. Im Gleichgewicht wird es jedoch nicht zu einer Sanktion kommen. Daher ist auch kein Intermediär bereit, einen positiven Geldbetrag dafür zu bezahlen, für ein bedingtes Recht zur Sanktion zu bezahlen, dessen Bedingung niemals eintreten wird. In diesem Fall wird ein positives Honorar erst dann bezahlt, wenn der Rückzahlungsbetrag so hoch ist, daß $H_2(R) > 0$.

- 3) Jedoch kann durch eine Erhöhung der erforderlichen Seitenzahlung auf dem Umweg über das Honorar an den Intermediär die Rückzahlungswilligkeit nur begrenzt gesteigert werden. Oberhalb einer kritischen Grenze, gekennzeichnet durch Gleichung (12), ist es für den Schuldner billiger, sich nach Zahlungseinstellung durch den Intermediär sanktionieren zu lassen, als die Seitenzahlung zu leisten. Jenseits dieser Grenze bewirkt eine weitere Steigerung des Honorars keine Verbesserung der Rückzahlungsaussichten mehr. Damit ist implizit zugleich die absolute Obergrenze für das Honorar gegeben. Es gilt

$$H \leq r_1 \cdot [C_1 + (1 - \alpha_1) \cdot S_1^S] \equiv H_3. \quad (16)$$

Der Zusammenhang zwischen der Höhe des Honorarbarwerts und dem Rückzahlungsbetrag des Kredits läßt sich durch die folgende Abbildung 5 zusammenfassen:

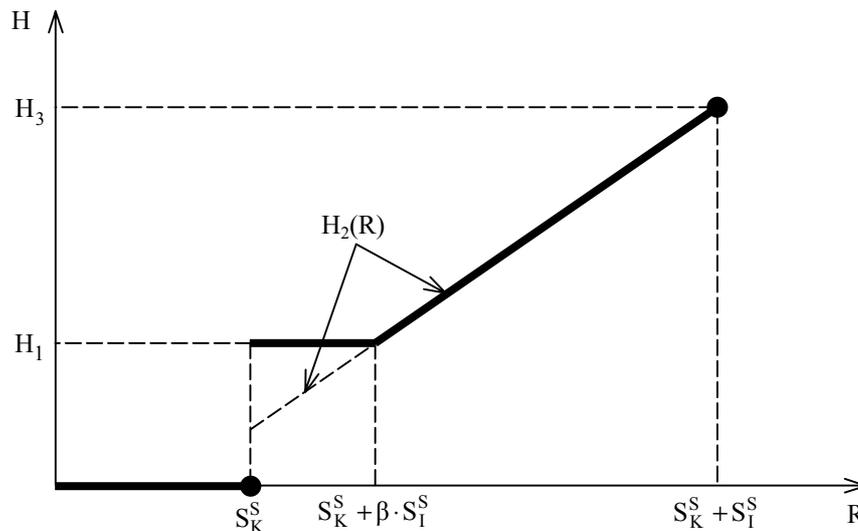


Abbildung 5: Rückzahlungsbetrag und erforderliche Höhe des Honorarbarwerts.

In der Gesamtsicht wird ein Aspekt des Lösungsmechanismus besonders deutlich: Entscheidend ist keineswegs, daß der Intermediär tatsächlich sanktioniert. Durch die Gewinnung glaubwürdiger Sanktionsdrohungen ist es allerdings möglich, im Wege der Neuverhandlung die Zahlungseinstellung für den Schuldner nachhaltig zu verteuern.

4.5 Zur Vertragsgestaltung und zur Auswahl des Intermediärs

Die Gleichgewichtslösung ist entweder dadurch gekennzeichnet, daß es nicht zur Kreditvergabe kommt, oder dadurch, daß der Schuldner aus Gründen der individuellen Vorteilhaftigkeit die Rückzahlung des Kredits vorzieht. Die Durchsetzung einer Sanktionierung des Schuldners wäre mit Kosten verbunden, im Gleichgewicht wird es jedoch nicht zu einer Sanktionierung kommen. Dagegen muß der Kreditgeber (gegebenenfalls) das mindestens erforderliche Honorar für den Intermediär aufbringen. Die Zahlung des Honorars stellt gesamtwirtschaftlich gesehen zunächst nur eine Umverteilung dar, nicht eine Verschwendung. Jedoch mindern die individuellen Kosten für den Kreditgeber die Vorteilhaftigkeit der kreditfinanzierten Investition. Die kritische Grenze für den Kapitalwert der Investition steigt von Null auf die Höhe des Honorars. Dadurch kommt es gegebenenfalls zu Opportunitätskosten.

Allein anhand der Höhe des Honorars, konkret also anhand der Gleichungen (14) bis (16), lassen sich die Kosten der vorgeschlagenen Lösung beurteilen. Das erforderliche Honorar ist um so niedriger⁶,

- je niedriger r_1 ist. Der Kalkulationszinsfuß steht zunächst für die Refinanzierungsmöglichkeiten des Intermediärs. Da r_1 aber zugleich Repräsentant des Diskontfaktors ist, läßt er sich auch als Maß für den zeitlichen Abstand zwischen zwei Kreditverträgen interpretieren. In diesem Sinn ist r_1 um so kleiner, je schneller die über-

⁶ Für einige der Parameter gilt dies nur in bestimmten Abschnitten der Funktion $H(\cdot)$. In den anderen Abschnitten haben die Parameter gegebenenfalls keinen Einfluß auf die Kosten.

wachten Kreditverträge aufeinander folgen. Die Sanktionstätigkeit des Intermediärs wird also um so billiger, je häufiger er Kredite zu betreuen hat. Ursache dafür ist, daß der Barwert einer festen Honorarzahung höher ist und somit der Intermediär im Fall des Abweichens von seinem Sanktionsversprechen besonders viel zu verlieren hat;

- je niedriger C_1 ist. Sind die Kosten des Sanktionierens niedrig, ist zum einen für die Sanktionierung selbst eine geringere Abgeltung einzukalkulieren. Zum anderen müßte dann der Schuldner eine höhere Seitenzahlung aufbringen, um die Sanktionierung zu verhindern. Die im Hinblick auf die vermittelten Anreize komplementäre Honorarzahung kann somit niedriger ausfallen;
- je höher α_1 ist. Kann sich der Intermediär einen großen Teil der Sanktion selbst aneignen, gilt die für niedrige Sanktionskosten vorgestellte Argumentation analog;
- je niedriger R ist. Der formale Zusammenhang zwischen dem Honorar und dem Rückzahlungsversprechen ist in Abbildung 5 deutlich wiedergegeben. Die ökonomische Logik besteht darin, daß der Schuldner bei einem hohen Rückzahlungsbetrag bereit ist, auch eine hohe Seitenzahlung zu leisten, um die Sanktion zu verhindern. Damit der Intermediär nicht darauf eingeht, muß der Kreditgeber ihm ein hohes Honorar zahlen;
- je höher β ist. Hat der Intermediär gegenüber dem Schuldner eine große Verhandlungsmacht, verteuert sich die Seitenzahlung des Schuldners an den Intermediär und die Honorarzahung kann verringert werden;
- je höher S_K^S ist. Je größer das Sanktionspotential des Kreditgebers gegenüber dem Schuldner ist, desto kleiner ist der zusätzliche Rückzahlungsbetrag, der durch die ergänzende Sanktionsdrohung des Intermediärs abgedeckt werden muß. Überdies erhöht sich bei einem höheren Sanktionspotential die Menge der Rückzahlungsbeträge, die überhaupt unterstützt werden können.
- je höher S_1^S ist. Das Sanktionspotential des Intermediärs gegenüber dem Schuldner wirkt an verschiedenen Stellen: Zunächst verringert sich mit zunehmender Sanktion das minimale wirksame Honorar H_1 . Zudem kann dieses niedrige Honorar über einen breiteren Bereich von Rückzahlungsbeträgen beibehalten werden (vgl. Abbildung 5). Und schließlich wird auch durch dieses Sanktionspotential der Bereich überhaupt akzeptabler Rückzahlungsbeträge erweitert.

Bei den diskutierten Parametern handelt es nur teilweise um Einflußgrößen, die durch die Vertragsgestaltung beeinflußt werden können. Dazu gehört insbesondere der Anteil α_1 der Sanktion, welchen der Intermediär sich aneignen kann. Konkret sollte der Kreditgeber also darauf drängen (bzw. wird der Schuldner darum bemüht sein), daß in der Absprache zwischen Schuldner und Intermediär solche Sanktionsmöglichkeiten verabredet werden, die mehr einen Umverteilungscharakter als einen Zerstörungscharakter haben. Konkret wäre hier die Abtretung des Cash-flows aus der Investition zu nennen, alternativ auch gängige Kreditsicherheiten.

Teilweise handelt es sich aber immerhin um Variable, die sich bei verschiedenen Intermediären unterscheiden könnten. Dies betrifft insbesondere die Sanktionskosten C_1 , die Verhandlungsmacht β des Intermediärs gegenüber dem Schuldner und das Sanktionspotential S_1^S . Insoweit empfiehlt sich, solche Personen oder Institutionen als Interme-

diär zu engagieren, welche eine niedrige Honorarzahlung ermöglichen. Wer könnte *konkret* ein solcher Intermediär sein? Angesichts der Nähe zur rechtlichen Sphäre wäre zunächst auf einen Rechtsanwalt, Notar oder Treuhänder zu verweisen. Diesen könnte eine eingehende Kenntnis der Rechtslage unterstellt werden, was die Möglichkeit der geeigneten Sanktionierung des Schuldners einschließt. Auch wenn dies dem hiesigen Rechtsempfinden kaum entspricht, wäre in weniger fortgeschrittenen Transitionsländern zusätzlich an mafiöse Instanzen zu denken, deren Durchsetzungsfähigkeit gegenüber den Schuldnern wohl außer Frage steht und deren Interesse an dauerhaften Gewinnchancen ebenfalls nicht bezweifelt werden muß. Die jenseits rechtlicher oder moralischer Maßstäbe gegebene Parallele zum auch hierzulande geläufigen Inkassowesen⁷ ist unverkennbar. Weitere Anhaltspunkte lassen sich durch eine vertiefte Kenntnis von Handelsusancen und kulturellen Gepflogenheiten der jeweiligen Schuldnerregion gewinnen⁸.

Angesichts der durch das Souveränitätsrisiko bedingten Kosten wäre auch zu überlegen, ob es nicht alternative Vertragskonstruktionen gibt, welche es erlauben, diese Kosten zu umgehen. Eine grundsätzliche Alternative zu der hier diskutierten Lösung könnte darin bestehen, daß der Intermediär bei Kreditvergabe dem Kreditgeber die Forderung gegenüber dem Schuldner abkauft, kurz gesagt also das Factoring. Da es sich insoweit um ein Zug-um-Zug-Geschäft handelt, besteht kein Souveränitätsrisiko. Wäre jedoch der Intermediär zur Finanzierung dieses Kaufs in der Lage, könnte er seinerseits unmittelbar und ohne Inkaufnahme von durch das Souveränitätsrisiko bedingten Kosten einen Kredit an den Schuldner vergeben. Allein aus der Tatsache, daß bei Souveränitätsrisiken ein Auslandskredit nachgefragt wird, läßt sich demnach schließen, daß die Finanzierung im Land des Schuldners einer Kapitalrationierung unterliegt. Diese Voraussetzung ist keine wesentliche zusätzliche Einschränkung, weil typischerweise in Staaten mit eingeschränkter Rechtssicherheit der Kapitalmarkt nicht sehr entwickelt ist. Umgekehrt setzt ein entwickelter Kapitalmarkt, der eine Kapitalrationierung wenig wahrscheinlich erscheinen läßt, ein hohes Maß an Rechtssicherheit voraus.

4.6 Zur Bedeutung der wesentlichen Vereinfachungen

Die bisherige Analyse ist extrem auf das Souveränitätsproblem fokussiert. Probleme, die generell relevant und nicht spezifisch für die Frage der Souveränität sind, wurden konsequent ausgeklammert. Dazu zählen insbesondere das Phänomen unsicherer Erwartungen sowie eine asymmetrische Informationsverteilung. Diese Punkte sind selbstverständlich auch bei der Kreditvergabe unter Souveränitätsrisiko zu beobachten und interagieren möglicherweise mit dem Souveränitätsrisiko. Deshalb wird nun kurz untersucht, welche Veränderungen sich gegenüber den bisherigen Ergebnissen ergeben, wenn unsichere Erwartungen und eine asymmetrische Informationsverteilung einbezogen werden.

Die Annahme sicherer Erwartungen ist für sich genommen unschuldig, solange nicht zugleich eine ungleiche Informationsverteilung unterstellt wird. Bei einem unsicheren

⁷ Bemerkenswert ist, daß dieser Wirtschaftszweig im Rahmen der Bankbetriebslehre offenbar also so „unfein“ gilt, daß in den Stichwortverzeichnissen das Schlagwort „Inkasso“ nur im Zusammenhang mit dem Dokumentenin-kasso anzutreffen ist, vgl. zum Beispiel *Obst/Hintner* (2000), S. 634 ff. Ebenso findet sich im relevanten Abschnitt über das Factoring lediglich ein einzelner verschämter Satz, demzufolge „sich ein Kunde das aufwendige Mahn- und Beitreibungsverfahren überfälliger Forderungen“ erspart (*ebenda*, S. 789).

⁸ Vgl. als gutes Beispiel für eine solche Analyse *Blüml* (2000), S. 136 ff.

Cash-flow der Investition ist bei Fälligkeit des Kredits ein unsicheres Vermögen \tilde{V}_T verfügbar. Ist dessen kleinste Ausprägung kleiner als der Rückzahlungsbetrag, so ist der Kredit ausfallbedroht. Dies ändert aber nichts an dem Ergebnis, demzufolge allein die Zahlungsunwilligkeit sanktioniert wird. Vom Schuldner kann und wird bei einem Investitionsrisiko lediglich erwartet, daß er im Fall der Zahlungsunfähigkeit alle verfügbaren Zahlungsmittel an den Kreditgeber überträgt. Ebenso sieht die Vereinbarung mit dem Intermediär vor, daß ausschließlich bei Zahlungsunwilligkeit, nicht aber bei Zahlungsunfähigkeit eine Sanktionierung des Schuldners zulässig ist. Sofern die Zahlungsfähigkeit eindeutig überprüft werden kann, bedarf es keiner weiteren vertraglichen Vorkehrung (außer der Einrechnung einer angemessenen Ausfallprämie).

Etwas komplizierter wird es naturgemäß, wenn zusätzlich eine asymmetrische Informationsverteilung vorliegt. Zunächst wäre hier ein unbeobachtbares Ergebnis zu diskutieren. Mit diesem Fall ist direkt anzuknüpfen an die Literatur zur „costly state verification“. Demnach erweist es sich als unabwendbar, auch den ehrlichen, aber glücklosen Schuldner und damit zugleich den Intermediär zu sanktionieren (siehe auch *Diamond* 1984). Da mit den Sanktionen Kosten verbunden sind (zum einen direkte Kosten, $C > 0$, zum anderen indirekte Kosten dadurch, daß die Sanktion dem Sanktionierenden weniger nützt als sie dem Sanktionierten schadet, $\alpha < 1$), verteuert sich die Finanzierung erheblich, und dies um so mehr, je größer die Ausfallwahrscheinlichkeit ist. Im übrigen ließe sich in diesem Fall die Optimalität der Kreditfinanzierung gegenüber alternativen Finanzierungsformen endogen ableiten (vgl. insbesondere *Gale/Hellwig* 1985), während die Struktur des Finanzierungsvertrages hier exogen vorgegeben wurde. Eine entsprechende Folgerung gilt für den Fall, daß nicht das Ergebnis, sondern über den unternehmerischen Einsatz des Schuldners eine asymmetrische Informationsverteilung herrscht (vgl. *Innes* 1990).

Insgesamt läßt sich festhalten, daß zwar die hier überwiegend unterstellten vereinfachenden Annahmen „unrealistisch“ sind. Zugleich gilt aber, daß vor dem Hintergrund der allgemeinen Erkenntnisse über die Kreditfinanzierung bei unsicheren Erwartungen und einer asymmetrischen Informationsverteilung die erzielten Ergebnisse recht robust sind. Eine die Ergebnisse nachhaltig beeinflussende Interaktion zwischen unsicheren Erwartungen, asymmetrischer Informationsverteilung und relativer Schuldnersouveränität besteht nicht.

5. Zusammenfassung

Zusammenfassend läßt sich festhalten:

- Souveränitätsrisiken sind nicht allein bei Krediten an staatliche Schuldner interessant. Die Einbeziehung der Sphäre privater Schuldner dehnt den Anwendungsbereich der Überlegungen deutlich aus.
- Die Unterscheidung von absoluter und relativer Schuldnersouveränität lenkt den Blick auf vertragliche Konstruktionen, die in den klassischen Literaturbeiträgen zum Souveränitätsrisiko zwangsläufig übergangen werden.
- Bei der vertraglichen Vereinbarung zulässiger Sanktionen ist darauf zu achten, daß es im Fall der Sanktionierung zu möglichst geringen Verlusten kommt.

- Für die praktische Anwendung ist es überdies wichtig, unter den jeweils geltenden institutionellen Bedingungen des Landes, in dem der Schuldner ansässig ist, geeignete Intermediäre zu identifizieren.
- Voraussetzung für die Einsetzung eines solchen Intermediärs ist zumindest, daß grundsätzlich private Geschäftsinteressen verfolgt werden dürfen. In einer reinen Staatswirtschaft macht offenbar die Unterscheidung von absoluter und relativer Souveränität nicht viel Sinn.

Literatur

- Bhattacharya, Sudipto/Detragniache, Enrica* (1994): The Role of Multilateral Institutions in the Market for Sovereign Debt, in: *Scandinavian Journal of Economics* 96, S. 515–529.
- Blüml, Björn* (2000): Leasing in China. Dynamische Analyse der Leasingindustrie in der Volksrepublik China unter besonderer Berücksichtigung von Souveränitätsaspekten.
- BMZ Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung* (2002): BMZ-Spezial Insolvenzregelungen, <http://www.bmz.de/infothek/fachinformationen/spezial/Insolvenz> (15.7.2002).
- Breuer, Wolfgang* (1995): Finanzintermediation und Reputationseffekte, in: *Kredit und Kapital* 28, S. 516–534.
- Bulow, Jeremy/Rogoff, Kenneth* (1989a): LDC Debt: Is to Forgive to Forget?, in: *American Economic Review* 79, S. 43–50.
- Bulow, Jeremy/Rogoff, Kenneth* (1989b): A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt, in: *Journal of Political Economy* 97, S. 155–178.
- Diamond, Douglas W.* (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: *Review of Economic Studies* 51, S. 393–414.
- Eaton, Jonathan/Fernandez, Raquel* (1995): Sovereign Debt, NBER Working Paper 5131.
- Eaton, Jonathan/Gersovitz, Mark* (1981): Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis, in: *Review of Economic Studies* 48, S. 289–309.
- Fünfle, Heinz/Pfeifer, Axel* (2002): Länderbonitätsindex: Risiken besser quantifizieren, in: *Die Bank*, o. Jg., S. 96–100.
- Gale, Douglas/Hellwig, Martin* (1985): Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem, in: *Review of Economic Studies* 52, S. 647–663.
- Innes, Robert D.* (1990): Limited Liability and Incentive Contracting with Ex-ante Action Choices, in: *Journal of Economic Theory* 52, S. 45–67.
- Klein, Benjamin/Leffler, Keith B.* (1981): The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance, in: *Journal of Political Economy* 89, S. 615–641.
- Kräkel, Matthias* (1999): *Organisation und Management*.
- Kreps, David M./Wilson, Robert* (1982): Reputation and Imperfect Information, in: *Journal of Economic Theory* 27, S. 253–279.
- Myers, Stewart C.* (1977): Determinants of Corporate Borrowing, in: *Journal of Financial Economics* 5, S. 147–175.
- Neus, Werner* (2001): Finanzierung, in: *Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre*, hrsg. von *Peter-J. Jost*, S. 107–153.
- Obst, Georg/Hintner, Otto* (2000): Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems, 40. Aufl., hrsg. von *Jürgen von Hagen* und *Johann Heinrich von Stein*.
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G.* (1999): *Neue Institutionenökonomik. Eine Einführung und kritische Würdigung*, 2. Aufl.
- Rosenthal, Robert* (1991): On the Incentives Associated with Foreign Debt, in: *Journal of International Economics* 30, S. 167–176.
- Sutton, John* (1986): Non-Cooperative Bargaining Theory: An Introduction, in: *Review of Economic Studies* 53, S. 709–724.
- Townsend, Robert M.* (1979): Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification, in: *Journal of Economic Theory* 2, S. 265–293.

Diskussionsbeiträge

Die Liste der hier aufgeführten Diskussionsbeiträge beginnt mit der Nummer 177 im Jahr 2000. Die Texte können direkt aus dem Internet bezogen werden. Sollte ein Interesse an früher erschienenen Diskussionsbeiträgen bestehen, kann die vollständige Liste im Internet eingesehen werden. Die Volltexte der dort bis Nummer 144 aufgeführten Diskussionsbeiträge können nur direkt über die Autoren angefordert werden.

177. **Stadler, Manfred und Stephan O. Hornig:** Wettbewerb bei unvollständiger Information: Informationsaustausch oder stillschweigende Kollusion? Januar 2000.
178. **Jung, C. Robert und Roman Liesenfeld:** Estimating Time Series Models for Count Data Using Efficient Importance Sampling, Januar 2000.
179. **Stadler, Manfred und Rüdiger Wapler:** Arbeitsmarkttheorie, Februar 2000.
180. **Wapler, Rüdiger:** Unions, Monopolistic Competition and Unemployment, Februar 2000.
181. **Hornig, Stephan O.:** When Do Firms Exchange Information?, März 2000.
182. **Preuß, Heinz Gert:** Entwicklungen in der US-amerikanischen Außenhandelspolitik seit der Gründung der Nordamerikanischen Freihandelszone (NAFTA), März 2000.
183. **Preuß, Heinz Gert:** Sechs Jahre Nordamerikanisches Freihandelsabkommen (NAFTA) - Eine Bestandsaufnahme, März 2000.
184. **Starbatty, Joachim:** Struktur- und Industriepolitik in einer Welt konstitutioneller Unwissenheit, März 2000.
185. **Woeckener, Bernd:** Spatial Competition of Multi-Product Retail Stores with Store-Specific Variety Effects, April 2000.
186. **Bayer, Stefan:** Altruism and Egoism: Measurable by Utility Discount Rates?, April 2000.
187. **Bayer, Stefan:** Generation Adjusted Discounting in Long-term Decision-making, Mai 2000.
188. **Cansier, Dieter:** Freifaherverhalten und Selbstverpflichtungen im Umweltschutz, Mai 2000.
189. **Kellerhals, B. Philipp und Rainer Schöbel:** The Dynamic Behaviour of Closed-End Funds and its Implication for Pricing, Forecasting and Trading, Juli 2000.
190. **Bühler, Wolfgang, Olaf Korn und Rainer Schöbel:** Pricing and Hedging of Oil Futures – A Unifying Approach, Juli 2000.
191. **Woeckener, Bernd:** Spatial Competition with an Outside Good: a Note, August 2000.
192. **Woeckener, Bernd:** Standards Wars, August 2000.
193. **Opper, Sonja und Joachim Starbatty:** Reflections on the Extension of Human Rights from the Economic Perspective, September 2000.
194. **Hornig, Stephan und Manfred Stadler:** No Information Sharing in Oligopoly: The Case of Price Competition with Cost Uncertainty, Oktober 2000.
195. **Duijm, Bernhard:** A First Evaluation of the Institutional Framework for European Monetary Policy, Oktober 2000.
196. **Edlund, Lena und Evelyn Korn:** An Economic Theory of Prostitution, Oktober 2000.
197. **Bayer, Stefan und Claudia Kemfert:** Reaching National Kyoto-Targets in Germany by Maintaining a Sustainable Development, Oktober 2000.
198. **Preusse, Heinz Gert:** MERCOSUR – Another Failed Move Towards Regional Integration? November 2000.
199. **Böckem, Sabine und Ulf Schiller:** Contracting with Poor Agents, November 2000.
200. **Schiller, Ulf:** Decentralized Information Acquisition and the Internal Provision of Capital, November 2000.

201. **Leitner, Frank:** Die Entstehung von Runs auf Banken unter verschiedenen Umweltbedingungen, Dezember 2000.
202. **Gampfer, Ralf:** Die optimale Versteigerungsreihenfolge in sequentiellen Zweitpreisauktionen bei Synergieeffekten, Dezember 2000.
203. **Eisele, Florian, Werner Neus und Andreas Walter:** Zinsswaps – Funktionsweise, Bewertung und Diskussion, Januar 2001.
204. **Jung, Robert und Andrew R. Tremayne:** Testing Serial Dependence in Time Series Models of Counts Against Some INARMA Alternatives, Januar 2001.
205. **Heilig, Stephan und Rainer Schöbel:** Controlling Chaos in a Model with Heterogeneous Beliefs, Januar 2001.
206. **Wapler, Rüdiger:** Unions, Growth and Unemployment, Februar 2001.
207. **Woeckener, Bernd:** Compatibility decisions, horizontal product differentiation, and standards wars, Mai 2001.
208. **Kellerhals, B. Philipp und Rainer Schöbel:** Risk Attitudes of Bond Investors, Mai 2001.
209. **Kellerhals, B. Philipp:** Pricing Electricity Forwards under Stochastic Volatility, Mai 2001.
210. **Wapler, Rüdiger:** Unions, Efficiency Wages and Unemployment, August 2001.
211. **Starbatty, Joachim:** Globalisierung und die EU als „sicherer Hafen“ – einige ordnungspolitische Anmerkungen, Juli 2001.
212. **Kiesewetter, Dirk und Rainer Niemann:** Beiträge und Rentenzahlungen in einer entscheidungsneutralen Einkommensteuer, August 2001.
213. **Schnabl, Gunther und Dirk Baur:** Purchasing Power Parity: Granger Causality Tests for the Yen-Dollar Exchange Rate, August 2001.
214. **Baten, Jörg:** Neue Quellen für die unternehmenshistorische Analyse, August 2001.
215. **Baten, Jörg:** Expansion und Überleben von Unternehmen in der „Ersten Phase der Globalisierung“, August 2001.
216. **Baten, Jörg:** Große und kleine Unternehmen in der Krise von 1900-1902, August 2001.
217. **Baten, Jörg:** Produktivitätsvorteil in kleinen und mittelgroßen Industrieunternehmen, Sicherheit in Großunternehmen? Die Gesamtfaktorproduktivität um 1900, August 2001.
218. **Schnabl, Gunther:** Weak Economy and Strong Currency – the Origins of the Strong Yen in the 1990’s, August 2001.
219. **Ronning, Gerd:** Estimation of Discrete Choice Models with Minimal Variation of Alternative-Specific Variables, September 2001.
220. **Stadler, Manfred und Rüdiger Wapler:** Endogenous Skilled-Biased Technological Change and Matching Unemployment, September 2001.
221. **Preusse, Heinz G.:** How Do Latin Americans Think About the Economic Reforms of the 1990s?, September 2001.
222. **Hanke, Ingo:** Multiple Equilibria Currency Crises with Uncertainty about Fundamental Data, November 2000.
223. **Starbatty, Joachim:** Zivilcourage als Voraussetzung der Freiheit – Beispiele aus der Wirtschaftspolitik - , Oktober 2001.
224. **Kiesewetter, Dirk:** Zur steuerlichen Vorteilhaftigkeit der Riester-Rente, Dezember 2001.
225. **Neubecker, Leslie:** Aktienkursorientierte Management-Entlohnung: Ein Wettbewerbs-hemmnis im Boom?, Dezember 2001.
226. **Gampfer, Ralf:** Internetauktionen als Beschaffungsinstrument: Eigenständige oder Integrierte Lösung?, Dezember 2001.
227. **Buchmüller, Patrik:** Die Berücksichtigung des operationellen Risikos in der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung, Dezember 2001.
228. **Starbatty, Joachim:** Röpkes Beitrag zur Sozialen Marktwirtschaft, Januar 2002.
229. **Nufer, Gerd:** Bestimmung und Analyse der Erfolgsfaktoren von Marketing-Events anhand des Beispiels DFB-adidas-Cup, März 2002.

230. **Schnabl, Gunther:** Asymmetry in US-Japanese Foreign Exchange Policy: Shifting the Adjustment Burden to Japan, März 2002.
231. **Gampfer, Ralf:** Fallende Preise in Sequentiellen Auktionen: Das Beispiel des Gebrauchtwagenhandels, März 2002.
232. **Baur, Dirk:** The Persistence and Asymmetry of Time-Varying Correlations, März 2002.
233. **Bachmann, Mark:** Ermittlung und Relevanz effektiver Steuersätze. Teil 1: Anwendungsbereich und Modellerweiterungen, März 2002.
234. **Knirsch, Deborah:** Ermittlung und Relevanz effektiver Steuersätze. Teil 2: Der Einfluss der Komplexitätsreduktion von Steuerbemessungsgrundlagen, März 2002.
235. **Neubecker, Leslie:** Aktienkursorientierte Managemententlohnung bei korrelierter Entwicklung der Marktnachfrage, März 2002.
236. **Kukuk, Martin und Manfred Stadler:** Rivalry and Innovation Races, März 2002.
237. **Stadler, Manfred:** Leistungsorientierte Besoldung von Hochschullehrern auf der Grundlage objektiv messbarer Kriterien?, März 2002.
238. **Eisele, Florian, Habermann, Markus und Ralf Oesterle:** Die Beteiligungskriterien für eine Venture Capital Finanzierung – Eine empirische Analyse der phasenbezogenen Bedeutung, März 2002.
239. **Niemann, Rainer und Dirk Kiesewetter:** Zur steuerlichen Vorteilhaftigkeit von Kapitallebensversicherungen, März 2002.
240. **Hornig, Stephan:** Information Exchange with Cost Uncertainty: An Alternative Approach with New Results, Juni 2002.
241. **Niemann, Rainer, Bachmann, Mark und Deborah Knirsch:** Was leisten die Effektivsteuersätze des European Tax Analyzer?, Juni 2002.
242. **Kiesewetter, Dirk:** Tax Neutrality and Business Taxation in Russia: A Proposal for a Consumption-Based Reform of the Russian Income and Profit Tax, Juni 2002.
243. **McKinnon, Ronald und Gunther Schnabl:** Synchronized Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate, Juli 2002.
244. **Neus, Werner:** Fusionsanreize, strategische Managerentlohnung und die Frage des geeigneten Unternehmensziels, Juli 2002.
245. **Blüml, Björn und Werner Neus:** Grenzüberschreitende Schuldverträge und Souveränitätsrisiken, Juli 2002.