

aus dem Schuldenreport 2025 von erlassjahr.de und Misereor

Detallierte Fallanalysen

III. Umschuldungen außerhalb des G20 Common Framework

Dritte Ländergruppe: Länder, die post-COVID ihre Schulden restrukturieren mussten, aber sich wegen ihres Pro-Kopf-Einkommens nicht für das G20 Common Framework qualifizieren.

Beispiele: Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Sri Lanka: Zwischen Gläubigerdruck und Volksleid¹

Sri Lanka befindet sich seit April 2022 im Zahlungsausfall und in Umschuldungsverhandlungen.² Der Staat hat keinen Zugang zum G20 Common Framework, der Umschuldungsprozess ist aber ähnlich organisiert (siehe allgemeiner zum Ablauf von Schuldenrestrukturierungsverhandlungen [„Die neue \(alte\) Schuldenarchitektur“](#)). So haben Frankreich und Japan für den Pariser Club sowie Indien als Nicht-Pariser-Club-Gläubiger 2023 ein offizielles Gläubigerkomitee einberufen, um die Koordination der bilateralen öffentlichen Gläubiger analog zum G20 Common Framework zu verbessern; die Volksrepublik China nahm allerdings nur als Beobachterin teil.



Bei Redaktionsschluss hat Sri Lanka mit einem Großteil seiner öffentlichen bilateralen Gläubiger³ und mit fast allen Anleihehaltern eine Umschuldungsvereinbarung getroffen, zudem wurden mit einzelnen kommerziellen Gläubigern wie der HSBC-Bank erste grundsätzliche Einigungen erzielt. Ein besonders unkooperativer Minderheitsgläubiger, die Hamilton Reserve Bank, verweigerte sich jedoch von Anfang an jeglichen Umschuldungsverhandlungen und versucht noch immer auf dem Rechtsweg, seine Forderungen in voller Höhe einzutreiben. Mit anderen kommerziellen (Bank-)Gläubigern sind bislang keine Vereinbarungen bekannt. Aus der Zivilgesellschaft in Sri Lanka gibt es unter anderem folgende Kritikpunkte an den Vereinbarungen:

Berechnungen auf Basis öffentlicher Informationen über die mit den Anleihegläubigern und den öffentlichen bilateralen Gläubigern getroffenen Vereinbarungen zeigen, dass

¹ An diesem Text mitgewirkt haben die beiden sri-lankischen Ökonominen Yathursha Ulakentheran und Shafiya Rafaithu. Es sei auch verwiesen auf das [Positionspapier zu Sri Lankas Schuldenkrise](#) im Kontext der Reform der globalen Schuldenarchitektur von Dr. Ahilan Kadirgamar, Universität Jaffna, und Kristina Rehbein, erlassjahr.de.

² An verschiedenen Stellen wurde der Verlauf und die Auswirkungen der Umschuldungsverhandlungen regelmäßig thematisiert, darunter u. a. im [Schuldenreport 2024](#), oder der Blogreihe von Malina Stutz [„Sieg für das Kapital – Gefahr für die Demokratie“](#).

³ Sri Lanka ist weiterhin im Zahlungsausfall auf Forderungen von Saudi-Arabien, Kuwait, Iran und Pakistan.

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Anleihegläubiger gegenüber den öffentlichen Gläubigern bessergestellt werden, vergleichbare Schuldenerleichterungen also nicht durchgesetzt werden konnten.⁴

Sowohl vor den Umschuldungsverhandlungen als auch nach Finalisierung der Restrukturierung hat sich gezeigt, dass **der vom Internationalen Währungsfonds (IWF) errechnete Umfang an Schuldenerleichterungen**, der die Basis für die Schuldenrestrukturierungsverhandlungen war, **nicht ausreicht, um die Schuldenkrise zu lösen**: Seit Beginn der Umschuldungsverhandlungen bis heute hat der IWF in jeder seiner Schuldentragfähigkeitsanalysen darauf hingewiesen, dass „selbst nach einem erfolgreichen [IWF-]Programm und einer Umschuldung die Schuldenrisiken [Sri Lankas] noch viele Jahre lang erhöht bleiben werden“ (Übersetzung d. V.). Der vom IWF errechnete Schuldenerlass reicht also nicht aus, um die Verschuldung Sri Lankas auf ein nachhaltig tragfähiges Niveau zu senken. Im Vergleich zu anderen Ländern, die über eine Umschuldung verhandeln müssen (insbesondere Länder mit ähnlichen Merkmalen wie Sri Lanka), sind die vom IWF festgelegten Zielwerte für eine tragbare Verschuldung außerordentlich hoch.⁵ Der daraus resultierende Schuldenerlass fällt daher geringer aus, als private Investoren schon länger eingepreist und damit erwartet hatten. Aufgrund der unzureichenden Umschuldungsvereinbarungen zählt Sri Lanka auch weiterhin zu den Ländern, die weltweit die höchsten Schuldendienstzahlungen an ausländische Gläubiger leisten: In den Jahren 2025 bis 2027 sind es schätzungsweise durchschnittlich 33,7 Prozent.⁶ Auch konservative, IWF-nahe Kreise kritisieren die anvisierten Schuldenerleichterungen als zu gering⁷ und rechnen mit einer erneuten Zahlungseinstellung Sri Lankas.⁸

Die Anleihen Sri Lankas wurden ursprünglich mit einem Zinssatz zwischen rund sechs und acht Prozent ausgegeben. Diese hohen Zinssätze werden in der Regel damit begründet, dass die Anleihegläubiger bei der Ausgabe der Anleihen von einem hohen Ausfallrisiko ausgehen müssen. Der Zinssatz sichert dieses Risiko ab.

Trotz der ohnehin geringen Zugeständnisse sind **private Anleihegläubiger** in Sri Lanka wie auch in anderen Ländern **nicht bereit, sich ohne wirtschaftliche Anreize an einer Umschuldung zu beteiligen**.⁹ Im Gegensatz zu Suriname, Sambia und der Ukraine wurde für Sri Lanka jedoch ein Mechanismus eingebaut, der bei einem geringeren

⁴ Vgl. Debt Justice UK (2024): [„Analysing outcomes from debt restructurings“](#).

⁵ Der IWF legte fest, dass Sri Lanka eine öffentliche Schuldenquote in Höhe von 95 % des BIP und eine Fremdwährungsschuldendienstquote von 4,5 % des BIP tragen kann. Abgesehen davon, dass es keine getrennten Indikatoren ausschließlich für die Auslandsverschuldung sind, werden für andere Länder, die unter einem anderen Schuldentragfähigkeitsrahmenwerk begutachtet werden, andere und vor allem niedrigere Werte angesetzt. Diese Werte werden unter anderem auch von dem konservativen Experten Brad Setser kritisiert, siehe hier: Setser, B. (2024): [„The IMF needs to focus on setting good targets for external debt sustainability“](#).

⁶ „Auslandsschuldendienst zu den Staatseinnahmen“ wurde vom IWF im Fall Sri Lankas jedoch nicht als einer der Parameter für die Messung von Schuldentragfähigkeit zugrunde gelegt, wie es der IWF bei Ländern mit einigermaßen vergleichbaren Merkmalen wie etwa Sambia macht.

⁷ Vgl. Brad Setser am [9.10.2024 auf X](#).

⁸ Vgl. [„Debt deal could lead to future defaults: Expert“](#), in “The Morning” am 9.10.2024.

⁹ Die Vereinbarung sieht sogenannte “macro-linked bonds” vor. Sollte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) Sri Lankas höher sein, als vom IWF in seinen Programmvorhersagen zwischen 2025 und 2027 geschätzt, dann steigen Schuldendienstzahlungen ab 2028 an die Halter der Anleihen in drei möglichen Schritten an, je nachdem wie viel höher das reale Bruttoinlandsprodukt in dem Zeitraum ist.

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Wirtschaftswachstum als erwartet leicht höhere Schuldenerleichterungen vorsieht. Während dieser Gedanke grundsätzlich zu begrüßen ist, ist die Konstruktion sowohl aus Sicht konservativer internationaler als auch progressiver inländischer Ökonomen Augenwischerei beziehungsweise eine geschickte Ausnutzung von Schwächen in den Analysen des IWF.¹⁰

Die Folgen der fehlenden Zugeständnisse der Gläubiger müssen die Menschen in Sri Lanka tragen. So wurde auf Drängen der Anleihegläubiger eine Inlandsumschuldung explizit zur Bedingung für weitere Verhandlungen gemacht, obwohl Sri Lanka kein Inlandsschuldenproblem hatte. Während die Inlandsumschuldung nur begrenzten Einfluss darauf hat, ob die Auslandsschulden wieder tragfähiger werden, führt sie zu zusätzlichen Härten für die Bevölkerung, die bereits teuer für die Krise bezahlt hat, unter anderem durch eine erhebliche inflationsbedingte Wertminderung ihrer Einkommen und Ersparnisse.

Während der IWF mit seinen Zielindikatoren Anreize dafür setzt, Schuldenerlasse gering zu halten, verlangt er gleichzeitig von Sri Lanka kurzfristig einen Primärüberschuss von 2,3 Prozent. Ein Ziel, das weder durch die Geschichte Sri Lankas noch durch die Erfahrungen ähnlicher Länder gerechtfertigt ist. Selbst der IWF räumt in seinen „Realitätschecks“ ein, dass die erwartete Haushaltskonsolidierung zu optimistisch ist. Dennoch wurden die Ziele auch in den folgenden Programmüberprüfungen nicht angepasst.

Die Last der Krise und die Folgen der falschen „Lösungen“ werden unverhältnismäßig stark auf sri-lankische Haushalte abgewälzt. Betroffen sind vor allem Frauen, die eine Doppelbelastung tragen, indem sie einerseits ein Einkommen erwirtschaften, andererseits aber auch Verantwortung für Pflege und Erziehung übernehmen müssen. Noch vor der Vereinbarung mit dem IWF begann der altgediente autoritäre Staatspräsident Ranil Wickremesinghe strenge Sparmaßnahmen zu verhängen. Dazu gehörten die Einführung von Marktpreisen für Energie und die Erhöhung indirekter Steuern, die die Lebenshaltungskosten, die Kosten für Versorgungsleistungen und den allgemeinen Lebensunterhalt in die Höhe treiben. Sie enthalten jedoch keine effektive Erhöhung und Umverteilung der Sozialausgaben, um die Auswirkungen auf die Haushalte abzufedern. Die gestiegenen Lebenshaltungskosten bzw. die Schwierigkeit, Geld für Lebensmittel aufzubringen, zwingen viele Frauen und junge Mädchen, auf ausreichende Mahlzeiten und ihre Ausbildung zu verzichten. Insbesondere die hohen Marktpreise für Kochgas führen dazu, auf zeit- und arbeitsintensivere Kochmethoden zurückzugreifen, wodurch sich die Versorgungslast der Frauen weiter erhöht. Hinzu kommen gestiegene Transportkosten und hohe Preise für Schulwaren, die dazu führen, dass die meisten Familien Schwierigkeiten haben, ihre Kinder zur Schule zu schicken. Viele Jungen brechen die Schule ab, um in

¹⁰ Der US-amerikanische Ökonom Brad Setser kritisiert, dass der IWF das BIP deutlich unterschätzt hat – was die Anleger ausnutzten und entsprechende Klauseln einbauten, um unter dem Deckmantel des Instruments von vornherein einen besseren Deal zu erhalten (siehe Setser am [16.12.2024 auf X](#)). Sri-lankische Experten kritisieren zudem, dass das BIP in US-Dollar zugrunde gelegt wurde. Das heißt, Anleger erhalten zwingend nicht nur dann mehr, wenn die Wirtschaft wächst bzw. die reale Produktion im Land auch wirklich steigt – und damit auch die Rückzahlungsfähigkeit des Landes, der eigentliche Sinn hinter einem solchen „macro-linked“-Instrument – sondern bereits dann, wenn der Dollarwert des BIP steigt. Das kann auch passieren, wenn die lokale Währung, die sri-lankische Rupie, nur aufwertet, ohne dass es eine Produktionssteigerung gab. Vgl. Kadirgamar, A. (2025): [“Finance Capital, GDP Growth and Sri Lanka’s Economic Depression”](#).

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

städtischen Gebieten informelle Jobs zu finden¹¹, während die Mädchen zu Hause bleiben, um sich um jüngere Geschwister zu kümmern, während andere Familienmitglieder den Lebensunterhalt bestreiten müssen.

Im September 2024 fanden erstmalig nach den Unruhen von 2022 Präsidentschaftswahlen statt, die der linke Kandidat Anura Kumara Dissanayake für sich entscheiden konnte. Er war mit dem Versprechen zur Wahl angetreten, das Kreditprogramm mit dem IWF und die Schuldenrestrukturierung neu auszuhandeln. Nach weniger als zwei Wochen im Amt musste die Regierung jedoch zurückrudern und ankündigen, dass sie die Vereinbarung mit dem IWF einhalten und keine Neuverhandlungen der Schuldenrestrukturierung insbesondere mit den Anleihehaltern anstreben werde.¹²

Angesichts einer Schuldenrestrukturierung, die die Interessen der Gläubiger begünstigt, und der Fortsetzung der vom IWF verfolgten Politik, die vor allem darauf abzielt, Sri Lanka schnellstmöglich wieder Zugang zu internationalen Kapitalmärkten zu verschaffen, **scheint es für die neue Mitte-Links-Regierung wenig Spielraum zu geben, um die Not der arbeitenden Bevölkerung durch Sozialausgaben und eine Stärkung der öffentlichen Dienstleistungen zu lindern**. Dabei wären die Wahlen auch für den IWF und öffentliche Gläubiger eine gute Gelegenheit gewesen, das Programm und damit die Umschuldung an realistischere Ziele anzupassen und die politische, soziale und wirtschaftliche Stabilität in Sri Lanka durch einen größeren Handlungsspielraum der Regierung zu unterstützen.

¹¹ Vgl. [„Economic crisis throws back at education: Dropouts on the rise“](#), the Sunday times, 7.1.2024.

¹² Vgl. Stutz, M. (2024): [„Sieg fürs Kapital – Gefahr für die Demokratie Teil II“](#).

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Suriname: Private Gläubiger plündern und öffentliche Gläubiger sehen zu

Suriname musste Ende 2020 seine Zahlungen an ausländische Gläubiger einstellen, kurz nach Schaffung des G20 Common Framework. Allerdings war das Land aufgrund seines „hohen“ Pro-Kopf-Einkommens nicht zu Verhandlungen im Rahmen des Common Framework berechtigt und verhandelte daher einzeln mit Gläubigern über Schuldenrestrukturierungen.



Der Internationale Währungsfonds (IWF) errechnete in seiner Schuldentragfähigkeitsanalyse von Dezember 2021 die Höhe der notwendigen Schuldenstreichungen, damit Suriname die geforderten Schuldentragfähigkeitsziele erreicht. Gläubigerregierungen des Pariser Clubs halten sich meist an die Vorgaben des IWF; eine Einigung mit dem Pariser Club gab es schon im Juni 2022. Bis Mitte 2024 wurden laut IWF weitestgehend vergleichbare Vereinbarungen mit den öffentlichen bilateralen Gläubigern Indien und China ausgehandelt.¹³

Private Gläubiger – fast alle davon internationale Anleiheinvestoren – sollten laut IWF einen notwendigen Haircut (das heißt eine Streichung der Nominalforderungen) in Höhe von 40 Prozent gewähren, um eine vergleichbare Behandlung zu öffentlichen bilateralen Gläubigern sicherzustellen. Dabei ging der IWF von einer Einigung bis spätestens Ende 2022 aus. Die Einigung zog sich jedoch in die Länge, da sich die Anleger dem Umschuldungsangebot widersetzten. Insbesondere bestanden sie darauf, mögliche Einnahmen aus (noch nicht geförderten) Öl- und Gasfunden im Guyana-Becken vor der Küste Surinames in die Analysen miteinzubeziehen. Aus Sicht der Zivilgesellschaft eine anmaßende Forderung, da die vorherige Kreditvergabe nicht auf Basis zukünftiger Einnahmen durch die Ölproduktion erfolgt war, was sich auch an der hohen Verzinsung der Anleihen zeigte. Suriname musste eine hohe Risikoprämie für ein mögliches Ausfallrisiko zahlen – welches dann 2020 eintrat. Mögliche Investitionsrisiken bei der Kreditvergabe wurden auch in den Angebotsunterlagen zur Anleihe entsprechend umfassend dokumentiert und waren den Anlegern somit vorab bekannt.

Auch der IWF empfahl, die zu dem Zeitpunkt noch nicht ausreichend geprüften Ölreserven aus der Berechnung auszuklammern.

Noch im Sommer 2021 zeigte sich die Regierung Surinames angesichts der Konfrontation mit seinen Anlegern gelassen¹⁴. Doch diese konnten die Kontroverse aussitzen: Gerade einmal fünf Investoren hielten drei Viertel der ausstehenden privaten Forderungen¹⁵; während der Zahlungseinstellung fielen zudem enorme Verzugszinsen auf die fälligen Forderungen an. Damit hatte Suriname praktisch keinerlei Verhandlungsmacht und es gab keine rechtliche

¹³ Vgl. Pariser Club (2022): [„The Paris Club provides a debt treatment to the Republic of Suriname“](#) und IWF (2024): [„Suriname: Seventh Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility“](#), IMF Country Report 2024/315, S. 57.

¹⁴ „We have offered our proposals. They have responded that they do not agree with that, is that the end of the world? No. We are showing leadership, and we are continuing to negotiate. Siehe Ellsworth, B.: [„Suriname slams creditors for ‘confrontational’ attitude“](#), Reuters, 23.06.2021.

¹⁵ Vgl. Maret, T. (2023): [„Suriname's sovereign restructuring on the move“](#).

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

oder politische Unterstützung von öffentlicher Geberseite, um die geforderte Gleichbehandlung sicherzustellen.

Da das Warten immer teurer wurde, einigte sich die surinamische Regierung Ende 2023 mit ihren Anleihehaltern. Die vereinbarte Schuldenstreichung lag dabei weit unter dem, was der IWF als notwendig errechnet hatte.¹⁶ Der IWF stimmte dem Deal dennoch zu bzw. erklärte, dass Surinames Verschuldung auch mit diesem Abkommen tragfähig sei, um den Umschuldungsprozess nicht weiter zu verzögern und zusätzliche Verzugszinsen zu vermeiden. Der IWF benannte die Verschuldung als tragfähig und den Deal als ausreichend, obwohl das Land in den nächsten fünf Jahren weiterhin mehr als 20 Prozent seiner Staatseinnahmen für die Begleichung von Auslandsschulden aufbringen muss.¹⁷

Besonders skandalös: Die Anleger konnten darüber hinaus eine Klausel in der Umschuldungsvereinbarung durchsetzen, nach der sie im Falle einer zukünftigen Ölförderung aus dem Ölfeld „Block 58“ bis zu 30 Prozent der Einnahmen beziehungsweise maximal 787 Millionen US-Dollar erhalten. Bei Auszahlung würden sie für ihre „Zugeständnisse“ damit mehr als entschädigt, da sie unter dem Strich gar keine Schuldenstreichungen mehr leisten müssten. In diesem Zusammenhang wurde Suriname von den Anlegern gezwungen, bis Ende 2024 eine Gesetzesänderung durch das Parlament zu bringen, mit dem die öffentlichen Öl- und Gasressourcen verwaltet werden sollen. Nach dem am 30. Dezember 2024 in Kraft getretenen Gesetz werden die entsprechenden Lizenzgebühren aus dem Ölfeld „Block 58“ auf einem Offshore-Konto hinterlegt, auf das ein Treuhänder der Anleihegläubiger Zugriff hat. Surinamische Zivilgesellschaft kritisiert dies als neue Form des Kolonialismus, 50 Jahre nach der Unabhängigkeit von den Niederlanden.¹⁸

An dieser Stelle ist es wichtig zu betonen, dass diese Vereinbarungen mit minimalen Erlasselementen auf der einen Seite und fürstlichen Entschädigungen für private Gläubiger auf der anderen Seite zustande kommen, weil die große Mehrheit der Gläubiger dies verlangt. Im Fall Surinames wurde der unbefriedigende Deal auf Druck des Anleihegläubigerkomitees abgeschlossen, dessen Mitglieder rund 75 Prozent der ausstehenden Anleihen halten. Zwischen 92 und 97 Prozent der privaten Gläubiger stimmten dem finalen Deal zu. In der politischen Debatte wird es häufig so dargestellt, als ob einzelne, besonders unkooperative Gläubiger wie die sogenannten „Geierfonds“ nachhaltige Schuldenrestrukturierungen verhindern, die Einbindung privater Gläubiger darüber hinaus aber keinen weiteren Handlungsbedarf erfordere.

Manche Expert*innen argumentieren, dass der Einbau eines solchen sogenannten *Value Recovery Instrument* (VRI) für Suriname nur dann sinnvoll gewesen wäre, wenn dies zu einem insgesamt deutlich höheren Schuldenschnitt der Anleger geführt hätte.¹⁹ Da genau das

¹⁶ Vgl. ausführliche Aufstellung in Stutz, M. (2024): [„Gläubiger weltweit: Eine Analyse der Gläubigerlandschaft, aktueller Restrukturierungsverhandlungen und der politischen Verantwortlichkeit für Schuldenstreichungen“](#), darin: „Box 1 Wie private Gläubiger von Surinames Schuldenkrise profitieren“, S. 26.

¹⁷ An welchen Stellen geschraubt wurde, um diese Aussage treffen zu können, hat der IWF nicht transparent gemacht.

¹⁸ Vgl. Ganga, S.; Phelps, J. (2024): [„Suriname’s Debt Crisis Shows Us How Global Capitalism Works“](#).

¹⁹ Vgl. Panizza, U. (2024): [„The Pitfalls of Value Recovery Instruments in Sovereign Debt Restructuring Theory and Practice“](#), Finance for Development Lab. Policy Note 17, S. 13.

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Gegenteil der Fall ist, liegen die Gründe für das VRI allein in den ungleichen Machtverhältnissen am Verhandlungstisch und in der Ohnmacht der westlichen Mitgliedstaaten des Pariser Clubs und des IWF, den von ihnen geforderten Schuldenerlass verbindlich durchzusetzen.

Diese „Ohnmacht“ zeigt sich auch im Umgang des Pariser Clubs mit dem VRI der privaten Anleger – denn der Pariser Club hatte ein solches Instrument nicht in sein Umschuldungsabkommen mit Suriname eingebaut. Wird das VRI an die Anleger ausbezahlt, haben diese im Vergleich zu den öffentlichen Gläubigerregierungen noch mehr profitiert. Da sich die Verhandlungen mit privaten Gläubigern hinzogen, hatte der Pariser Club im Juni 2022 ein zweistufiges Verfahren beschlossen: Suriname erhielt zuerst nur für die Laufzeit des IWF-Programms die vereinbarte Umschuldung. 2024 wolle man sich die Lage noch einmal ansehen: Sollte es Suriname unter anderem gelingen, bis 2024 von den anderen Gläubigern den gleichen Schuldenerlass zu erhalten wie vom Pariser Club, dann würde Suriname auch darüber hinaus in den Genuss der Schuldenerleichterungen des Pariser Clubs kommen.

Im Oktober 2024 kam der Pariser Club dann zu dem Schluss, dass Suriname alle seine Pflichten erfüllt hat, einschließlich der Aushandlung vergleichbarer Schuldenerleichterungen mit anderen Gläubigern, sodass der Pariser Club auch nach 2024 Schuldenerleichterungen gewähren wird. Dabei macht der Club aber nicht transparent, inwiefern er den Deal mit den Anlegern als gleichwertig zu ihren Zugeständnissen versteht, wie dies also zu rechtfertigen ist. Allerdings hat der Pariser Club in sein Oktober-Abkommen eine Klausel aufgenommen, wonach die Gleichbehandlung mit anderen Gläubigern neu bewertet werden soll, sobald private Gläubiger Zahlungen aus dem *Value Recovery Instrument* erhalten. In diesem Fall sollen die Umschuldungsbedingungen der beteiligten Gläubiger im Pariser Club erneut angepasst werden²⁰ – konkret, dass dann auch der Pariser Club seine Zugeständnisse gegebenenfalls nachträglich reduziert. Ein bitteres Ergebnis für Suriname, umso mehr, als das Land auch den öffentlichen bilateralen Gebern nichts entgegenzusetzen hat.

²⁰ Vgl. Paris Club (2024): [“Suriname – Implementation of the second phase of the debt treatment by the Paris Club”](#), und Tweet von Experte Theo Maret am [14. Oktober 2024 auf X](#) zum Pariser Club-Abkommen.

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Ukraine: Private gewinnen mit der Unterstützung öffentlicher Gläubiger

Die Ukraine hat 2024 mit ihren Vorkriegsanlegern über eine Umschuldung von Vorkriegsanleihen im Umfang von 24 Milliarden US-Dollar verhandelt. Zwei Jahre zuvor, mit Beginn der russischen Invasion 2022, hatte der Staat ein Schuldenmoratorium sowohl seiner Vorkriegsanleger als auch seiner öffentlichen bilateralen Gläubiger des Pariser Clubs (organisiert in der sogenannten „Group of Creditors of Ukraine“, GCU²¹) erhalten. Das heißt, die Ukraine muss keinen Schuldendienst leisten. Das Moratorium der privaten Gläubiger endete am 1. August 2024, während die GCU das Moratorium bis März 2027 verlängerte. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat im Rahmen seines Finanzierungsprogramms zur Bedingung gemacht, dass die Ukraine einen Teil ihrer Schulden, einschließlich der Forderungen der GCU und der Vorkriegsanleger, restrukturiert, da die Kriegssituation die Verschuldung untragbar werden ließ.



Die GCU verpflichtete sich zu Schuldenerlassen bis spätestens 2027 und stellte gleichzeitig klar, dass die Zugeständnisse anderer Gläubiger – insbesondere privater Anleger – vergleichbar sein müssen, wie es bei Umschuldungsabkommen des Pariser Clubs üblich ist. Der IWF hat aus verschiedenen Gründen schon 2024 – also vor der Umschuldung durch die GCU – eine Umschuldung der Vorkriegsanleihen zur Bedingung gemacht. Eine Verlängerung des Schuldenmoratoriums analog zu den öffentlichen bilateralen Gläubigern kam nicht infrage. Diese Bedingungen führten zu einer ungewöhnlichen Situation, da öffentliche Gläubiger zwar vergleichbare Zugeständnisse erwarten, selbst aber erst später umschulden. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die GCU bereits Zusicherungen zu möglichen (hohen) Erleichterungen an den IWF gemacht haben und diese auch den Anlegern mitgeteilt wurden, sodass ein erwartbarer Umfang der öffentlichen bilateralen Erleichterungen durchaus bekannt war. Öffentlich gemacht wurden solche Angaben jedoch nicht.

Auf Basis der IWF-Schuldentragfähigkeitsanalyse von Dezember 2023 erwarteten Privatsektor-Akteure für die Vorkriegsanleger einen nominalen Schuldenschnitt in Höhe von 75 Prozent. Neben den Zerstörungen durch den Angriffskrieg liegt die Notwendigkeit eines vergleichsweise hohen Schuldenschnitts auch darin begründet, dass durch den steigenden Anteil multilateraler Schulden zur Unterstützung der Ukraine der „umschuldbare“ Anteil der Verschuldung (siehe [„Die neue \(alte\) Schuldenarchitektur“](#)), zu dem die Vorkriegsanleger zählen, immer weiter schrumpft.

Anleger rechneten auf der Basis einer IWF-Analyse von März 2024 mit einem nominalen Schuldenschnitt von nur noch zwischen 30 und 50 Prozent.²² Die Ukraine präsentierte den Anlegern dann im Frühsommer 2024 ein bereits mit dem IWF (auf Basis der aktualisierten

²¹ Bei der Group of Creditors of Ukraine handelt es sich um Kanada, Frankreich, Deutschland, Japan, Großbritannien und die USA. Weitere Beobachter sind Australien, Österreich, Belgien, Brasilien, Dänemark, Finnland, Irland, Israel, Italien, Südkorea, die Niederlande, Norwegen, Spanien, Schweden und die Schweiz.

²² Siehe zum Beispiel Strohecker, K. (2024): [“Explainer: Ukraine races against the clock to secure debt restructuring”](#). Siehe auch öffentlich nicht zugängliche Notiz von Dragon Capital “Ukrainian sovereign Eurobonds – Revised IMF DSA allows for smaller nominal haircut“ vom 25.03.2024.

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Schuldentragfähigkeitsanalyse im Juni 2024) und dem Pariser Club abgestimmtes Angebot über eine nominale Schuldenstreichung von 60 Prozent. Dieser Vorschlag kann in einer anhaltenden Kriegssituation bereits als Zugeständnis gegenüber den Interessen der Gläubiger betrachtet werden. Trotzdem lehnten die Anleger das Angebot ab, obwohl ukrainische Anleihen zu dem Zeitpunkt zu einem Preis von gerade einmal 28 bis 31 Cent auf den Dollar gehandelt wurden. Da die Ukraine während des Krieges ohnehin keinen neuen Marktzugang zu erwarten hat und ausschließlich von öffentlicher Geberseite finanziert wird, hätte sie mit öffentlicher Unterstützung in den Zahlungsausfall gehen können. Der IWF verfolgt eine Politik, die es ihm erlaubt, Länder im Zahlungsausfall weiter finanziell zu unterstützen, sofern die Verzögerung nicht auf ein Fehlverhalten des Schuldnerlandes zurückzuführen ist und das Schuldnerland sich bemüht hat, in gutem Glauben Verhandlungen mit seinen Gläubigern zu führen. Da dies beides auf die Ukraine zutrifft, hätte das Land die Voraussetzung erfüllen müssen, trotz Zahlungsausfall weiter vom IWF unterstützt zu werden.

Stattdessen kam die Ukraine den Anlegern noch weiter entgegen: Am 22. Juli 2024 einigte sie sich mit dem *Steering Committee* ihrer internationalen Anleihegläubiger. Das Abkommen ist jedoch stark auf die Interessen der Investoren zugeschnitten: Der zuvor vom IWF genehmigte Schuldenschnitt von 60 Prozent wurde nur auf 37 Prozent reduziert. Realistisch betrachtet war der Schuldenerlass sogar noch geringer: Von den 24 Milliarden US-Dollar der Forderungen entfielen 3,7 Milliarden US-Dollar auf kapitalisierte Zinsen während des Moratoriums. Diese Zinsen sind umstritten, da sie aus der Zeit nach der Invasion stammen, als die Ukraine als zahlungsunfähig galt. Zu keiner Zeit handelte es sich dabei um produktiv investiertes Geld. Ohne die Zinsen beträgt der tatsächliche Schuldenschnitt nur etwa 25 Prozent der ursprünglichen Kapitalforderungen.

Trotz der Einigung bleibt die finanzielle Belastung für die Ukraine erheblich. Allein bis 2027 und damit im Zeitraum des laufenden IWF-Programms muss die Ukraine über eine Milliarde US-Dollar Zinszahlungen an seine privaten Gläubiger leisten. Genau dies war aber zuvor von den öffentlichen Gebern ausgeschlossen worden. Denn: da die Ukraine dieses Geld selbst nicht aufbringen kann, ist davon auszugehen, dass ein Teil der öffentlichen Hilfgelder, die in den nächsten Jahren von westlichen Staaten und Institutionen in die Ukraine fließen werden, nicht der ukrainischen Wirtschaft zugutekommen wird, sondern für Zinszahlungen verwendet werden muss. Dennoch hat die ukrainische Regierung von ihren öffentlichen Gläubigern grünes Licht für das Abkommen erhalten.

Zudem wurde auch in der Ukraine ein „Entschädigungs“-Mechanismus eingebaut: Sollte sich die ukrainische Wirtschaft besser entwickeln als erwartet, könnten die Anleihegläubiger zusätzliche Zahlungen erhalten, wodurch der Schuldenschnitt auf nur elf Prozent schrumpfen würde. Genau wie in Sambia ist dieser Mechanismus allerdings einseitig. So wird es keine höheren Schuldenerleichterungen geben, wenn sich die ukrainische Wirtschaft schlechter entwickelt als prognostiziert. Ein Angriffskrieg wie ihn die Ukraine erlebt, ist einer der größtmöglichen externen und damit nicht selbst verschuldeten Schocks. Im Bereich der Klimafinanzierung wird seit längerem diskutiert, wie von Naturkatastrophen betroffene Länder durch eine Art „Schuldnerschutz“ in Kreditverträgen unterstützt werden können. Für die fiskalische Erholung und einen nachhaltigen Wiederaufbau der Ukraine wäre ein solcher

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Schuldnerschutz im Sinne einer automatischen Anpassung der zu gewährenden Schuldenerleichterungen beziehungsweise des Schuldendienstes an eine schlechtere wirtschaftliche Entwicklung unbedingt erforderlich.

Die ukrainische Regierung hofft, mit einer entgegenkommenden Lösung frühzeitig wieder einen Zugang zum internationalen Kapitalmarkt zu erhalten. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass Anleger in einer unsicheren Kriegssituation zu akzeptablen Zinsen in ukrainische Anleihen investieren – unabhängig davon, ob die Ukraine sich entgegenkommend zeigt oder nicht. Im Gegenteil: Die hohen Altschuldenlasten könnten potenzielle Investoren sogar eher abschrecken. Der IWF rechnet frühestens mit einem Kapitalmarktzugang im Jahr 2029, also deutlich nach Programmende.

Dass die öffentlichen Geber im Juli 2024 den Deal als „kompatibel“ akzeptierten, erklärt sich nicht dadurch, dass in der kurzen Zeit zwischen der Schuldentragfähigkeitsanalyse im Juni und der Einigung im Juli ein magischer Aufschwung das Land beglückt hat, also auch ein deutlich niedrigerer Schuldenerlass der Investoren ausreichend gewesen wäre. Die Grundlage des Umschuldungsdeals blieb die Juni-Analyse des IWF, auf deren Basis das Angebot über einen nominalen Schuldenschnitt von 60 Prozent zustande gekommen war.²³

Vielmehr ist davon auszugehen, dass – weil der Schuldenerlass nicht durchgesetzt werden konnte – die ganze Angelegenheit erstmal vertagt wird: In der Analyse des IWF von Oktober 2024 ist von der Erwartung die Rede, dass die gleichen Eurobonds bis spätestens 2027 noch einmal umgeschuldet werden müssen.²⁴ Das heißt, dass die betroffenen Anleger schon jetzt davon ausgehen müssen, dass sich die Ukraine gegebenenfalls nicht an die getroffene Vereinbarung hält beziehungsweise halten kann. Dies würde das Bild des „zuverlässigen Schuldners“, das sich seinen Kapitalmarktzugang durch einen wohlwollenden und verlässlichen Umgang mit seinen Anlegern „verdient“ hat, nicht stützen, sondern beschädigen – ein Bild, das die Ukraine mit aller Macht (und gegen die Interessen seiner Bevölkerung in einer Kriegssituation) aufrechterhalten will. Auch stellt sich die Frage, warum öffentliche Geber wie der Pariser Club gegenüber den privaten Anlegern im Jahr 2027 plötzlich mehr Möglichkeiten haben sollten, einen notwendigen Umfang an Schuldenerlass durchzusetzen. Schließlich war genau das der Grund, eine mögliche Verlängerung des Anleger-Moratoriums bis 2027 von vornherein auszuschließen und die Umschuldung schon 2024 zur Bedingung zu machen.

Selbst wenn später eine zweite Umschuldung mit den Vorkriegsanlegern gelingt – die eine Milliarde US-Dollar bis 2027 haben sich die betroffenen Anleger zumindest einstecken können; ein gutes Ergebnis im Vergleich zu den Aussichten vor dem Deal.

²³ Siehe in dem Kontext auch erlassjahr.de-Nes (11.10.2024): [„Hamburg Sustainability Conference: Diskussion zum Einbezug privater Gläubiger bei Schuldenstreichungen durch nationale Gesetzgebung“](#).

²⁴ Vgl. IWF (2024): [„Ukraine: Fifth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility“](#), IMF Country Report 2024/314, S. 15.

Sri Lanka, Suriname und Ukraine

Dass der IWF die Vereinbarung akzeptiert hat, liegt auch daran, dass G7-Staaten dem IWF zu Beginn des Kreditprogramms volle Kompensation zugesichert hatten,²⁵ unabhängig von einer Zahlungsfähigkeit der Ukraine am Ende des Kreditprogramms. Das bedeutet, dass die G7-Staaten nötigenfalls den Schuldendienst der Ukraine an den IWF übernehmen, wenn sie es nicht kann.

Zudem bleibt offen, wie die GCU mit der Situation umgehen wird, wenn sie selbst umschulden und die Vergleichbarkeit der Bedingungen mit den privaten Gläubigern einfordern müssen. Die Ereignisse in Surinam lassen nichts Gutes hoffen.

²⁵ Vgl. "A significant group of Fund shareholders reaffirm their recognition of the Fund's preferred creditor status in respect of the amounts currently outstanding to the Fund by Ukraine, plus any purchases under the extended arrangement. These shareholders comprise the G7 and the following countries: Belgium, Lithuania, the Netherlands, Poland, Slovak Republic, and Spain. They further undertake to provide adequate financial support to secure Ukraine's ability to service all of its obligations to the Fund, in accordance with the Fund's preferred creditor status and complementing the Fund's multilayered risk management framework." In: [„IMF Executive Board approves US\\$ 15.6 Billion under a New Extended Fund Facility \(EFF\) Arrangement for Ukraine as part of a US\\$115 Billion Overall Support Package“](#), 31.03.2023.