



# Beurteilung der Länderrisiken osteuropäischer Staaten durch Ratingagenturen

Hermann Schubert

28. Januar 2002

Im vorliegenden Artikel wird das Länderrisiko für Direktinvestitionen in Osteuropa untersucht. Dazu werden für jeden Staat die langfristige Bonitätsbewertung gemäß den Ratingagenturen Standard & Poor, Moody's, Fitch und Institutional Investors sowie die Höhe des Entgeltes für eine Ausfuhrleistung durch Hermes herangezogen und gewichtet. Die durchschnittliche Bewertung wird im nächsten Schritt als Indikator für das jeweilige Länderrisiko verwendet. Auf Grundlage der so ermittelten Durchschnittsbewertung werden im letzten Abschnitt Empfehlungen ausgesprochen, wie und in welchen Staaten Osteuropas Direktinvestitionen gegen Länderrisiken geschützt werden müssen.

Der Artikel stammt aus dem Buch „Handbuch Osteuropa: Finanzierungs- und Förderprogramme“ von Hermann Schubert. Das Buch erscheint in 2 Wochen im Verlag Europäische Wirtschaft (VEW) in München. Es behandelt die Finanzierungs-, Versicherungs- und Fördermöglichkeiten von Direktinvestitionen und Warenexporte sowie die Vergabe von öffentlichen Aufträgen in Osteuropa durch nationale und multilaterale Organisationen. Es richtet sich an deutsche Unternehmen, Banken, Unternehmensberatungsgesellschaften, Rechtsanwalts- und Steuerberatungsgesellschaften und sonstige Berufsgruppen, die ein Geschäftsvorhaben in Osteuropa planen oder beratend begleitend. Nähere Informationen finden Sie rechts, unter „Handbuch Osteuropa“.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Gegenläufige Entwicklung der Länderrisiken in Osteuropa</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>Länderrating der osteuropäischen Staaten</b>	<b>4</b>
2.1	Ratingklassifikation . . . . .	5
2.2	Ratings der Osteuropäischen Staaten . . . . .	5
2.3	Rangliste der osteuropäischen Staaten nach Bonitätsrisiko . . . . .	5
2.4	Schutz gegen Länderrisiken . . . . .	9
2.5	Informationen im Internet . . . . .	11

## 1 Gegenläufige Entwicklung der Länderrisiken in Osteuropa

Das Umfeld für ausländische Direktinvestitionen<sup>1</sup> in Osteuropa ist aufgrund der herrschenden Länderrisiken nach wie vor schwierig. Unter Länderrisiken versteht man sämtliche in einem Land auftretenden politischen, volkswirtschaftlichen und sozialen Risiken, die den Erfolg einer Investition ohne Eigenverschulden gefährden können.

Das Länderrisiko setzt sich unter anderem aus folgenden Teilrisiken zusammen:

- Verstaatlichung, Enteignung oder sonstige Eingriffe von hoher Hand, die in ihren Auswirkungen einer Enteignung gleichzusetzen sind
- Bruch von rechtsbeständigen Zusagen staatlicher bzw. staatlich gelenkter oder kontrollierter Stellen
- Krieg oder sonstige bewaffnete Auseinandersetzungen, Revolution und Aufruhr, Terrorismus
- Zahlungsunfähigkeit eines Staates
- Zahlungsverbote sowie Moratorien und Unmöglichkeit der Konvertierung bzw. des Transfers von Beträgen ins Ausland
- Soziale Unruhen, Streik etc.

Dabei unterscheidet sich das Ausmaß des Länderrisikos in den jeweiligen Staaten erheblich voneinander. Während die EU-Bewerberländer in den letzten Jahren mit Unterstützung der Europäischen Union große Fortschritte in der Verbesserung der politischen, administrativen und volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen für ausländische Investitionen realisieren konnten, sind die Investitionsbedingungen in den GUS-Staaten weiterhin ungünstig. Administrative, institutionelle und volkswirtschaftliche Hindernisse sowie Engpässe in der Kommunikations- und Infrastruktur hemmen den Zufluss ausländischer Direktinvestitionen. Gesellschaftliche und politische Entwicklungsprozesse, welche maßgeblichen Einfluss auf das Länderrisiko ausüben, sind in dieser Region für mittel- bis langfristige Amortisationszeiträume nicht eindeutig vorhersehbar.

<sup>1</sup>Das Abgrenzungsmerkmal von Direktinvestitionen zu reinen Portfolioinvestitionen orientiert sich an der Höhe des Stimmrechtanteils des Investors bzw. dessen Anteils am Nominalkapital des Auslandsunternehmens. Im folgenden Text wird von Direktinvestition gesprochen, wenn der Stimmrechtanteil des deutschen Investors an der ausländischen Investition eine maßgebliche Kontrolle über das Investitionsprojekt erlaubt. Die Empirie zeigt, dass deutsche Unternehmen, die in Osteuropa investieren, in der Regel die Mehrheit am Nominalkapital halten.

Staaten wie die Ukraine, Tadschikistan oder Georgien, aber auch die Russische Föderation, verharren seit Beginn der Transformation in einer persistent gewordenen Wirtschaftskrise, die zur Verelendung breiter Bevölkerungsschichten geführt hat. Alleine in der Russischen Föderation leben derzeit mehr als 30 % der Bevölkerung unter der Armutsgrenze. Die durchschnittliche Lebenserwartung der männlichen Bevölkerung ist seit 1989 in einigen Regionen der GUS um bis zu 10 Jahre gesunken. Die größten Opfer der Systemtransformation werden von den Bevölkerungsschichten getragen, die von staatlichen Leistungen abhängig sind (Arbeitslose, Rentner, alleinerziehende Mütter, Soldaten, Beamte, behinderte Menschen etc.). Der Aufbau und die Finanzierung eines funktionierenden Sozialversicherungssystems ist angesichts der hohen Verschuldung und der ungünstigen ökonomischen Situation dieser Staaten auch in den nächsten 20 Jahren unrealistisch, so dass diese Schichten auch in Zukunft in bitterer Armut verharren werden.

Es ist äußerst zweifelhaft, ob in diesem Wirtschaftsraum in absehbarer Zeit eine erfolgreiche Systemtransformation und eine deutliche sowie dauerhafte Verbesserung der Lebensverhältnisse breiter Schichten der Bevölkerung gelingen wird. Die ökonomische Entwicklung der Vergangenheit spricht eher für das Szenario einer dauerhaften Abkopplung der GUS-Staaten von der wirtschaftlichen Entwicklung der EU-Beitrittsstaaten<sup>2</sup>.

Der Vergleich der Höhe von ausländischen Direktinvestitionen, die als Indikator für die Attraktivität eines einzelnen Investitionsstandortes herangezogen werden kann, belegt diese These. 64 % aller im Zeitraum 1989-2000 in Osteuropa getätigten Auslandsdirektinvestitionen wurden in den CEFTA-Staaten realisiert.<sup>3</sup> Die entgegengesetzte Entwicklung wird noch deutlicher, wenn die Höhe der getätigten Auslandsdirektinvestitionen auf die Einwohnerzahl eines Staates bezogen wird. Während beispielsweise in Ungarn in der oben betrachteten Periode Auslandsinvestitionen in Höhe von 1935 USD pro Kopf getätigt wurden, zog die Russische Föderation Auslandsinvestitionen in Höhe von 85 USD und Usbekistan in Höhe von lediglich 41 USD pro Kopf der Bevölkerung an<sup>4</sup>. Verstärkt wird diese gegenläufige Entwicklung durch die beträchtliche Kapitalflucht. Nach eher zurückhaltenden Angaben der russischen Zentralbank betrug die Kapitalflucht aus der russischen Föderation im Jahre 1998 25 Mrd. USD<sup>5</sup>. Für den Zeitraum 1990 und 1995 existieren sogar Schätzungen, die von einer Kapitalflucht in Höhe von bis zu 400 Mrd. USD ausgehen<sup>6</sup>. Der in Russland von einer kleinen Schicht der Bevölkerung erzielte Gewinn wird von dieser regelmäßig ins inflationssichere und investitionsfreundlichere Ausland

<sup>2</sup>Folgende Staaten Osteuropas haben mit der EU Assoziierungsabkommen abgeschlossen: Ungarn, Polen, Tschechische Republik, Slowakische Republik, Bulgarien, Rumänien, Lettland, Estland, Litauen und Slowenien. Die Europaverträge definieren in erster Linie die handelspolitischen Regelungen zwischen den genannten Staaten und der EU und sollen die potentiellen Beitrittskandidaten auf den Europäischen Binnenmarkt vorbereiten. In den Europaverträgen werden den aufgeführten Staaten Handelspräferenzen seitens der EU eingeräumt, was zu einer Ausweitung des Außenhandels und Kapitalverkehrs zwischen den beiden Regionen geführt hat. Am 31. März 1998 wurden offiziell die Beitrittsverhandlungen mit den Staaten Estland, Polen, Slowenien, der Tschechischen Republik, Ungarn und Zypern eröffnet. Mit den Staaten Bulgarien, Lettland, Litauen, Rumänien und der Slowakischen Republik werden die Beitrittsverhandlungen vorbereitet. Die Assoziierungsabkommen erkannten die Absicht der assoziierten Länder an, Mitglied der EU werden zu wollen. In den späteren Mitgliedschaftsanträgen der beitragswilligen Länder wurde diese Ansicht formal bestätigt.

<sup>3</sup>Bei CEFTA (Central European Free Trade Agreement) handelt es sich um eine Freihandelszone, die am 21.12.1992 gegründet wurde. CEFTA sieht die wirtschaftliche Zusammenarbeit, den Abbau von Zöllen sowie die Schaffung eines gemeinsamen Marktes vor. Im Jahr 2002 gehören die Staaten Bulgarien, Polen, Rumänien, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik und Ungarn den Wirtschaftsbund an.

<sup>4</sup>EBRD, Jahresbericht 2000, S. 20.

<sup>5</sup>Siehe: A. Reinsch, Kapitalflucht aus Russland hält an, WiRO 1999, S. 316 ff.

<sup>6</sup>Siehe: Tikhomirov, Capital Flight from Post-Soviet Russia, in: Europe-Asia Studies, Glasgow, Vol. 49, November 1997.

transferiert.

Die wirtschaftliche Entwicklung der Reformländer Osteuropas wird in starker Weise von einer EU- und NATO-Mitgliedschaft beeinflusst. Die geopolitischen und ökonomischen Möglichkeiten eines Staates, sich der EU und der NATO anschließen zu können, bzw. die wirtschaftliche und sicherheitspolitische Abhängigkeit von Russland werden das zukünftige politische und volkswirtschaftliche Schicksal dieser Staaten maßgeblich bestimmen. Die einstige politische Trennung Europas hat sich in eine wirtschaftliche gewandelt. Je näher ein osteuropäischer Staat an den EU-Grenzen liegt, desto höher ist in der Regel sein Bruttosozialprodukt und der Modernisierungsgrad seiner Volkswirtschaft.

Bereits jetzt kommt den EU-Bewerberstaaten eine umfangreiche Wirtschaftshilfe aus den EU-Programmen PHARE, ISPA und SAPARD zugute. Zwischen 2000 und 2006 stellt die EU den Bewerberstaaten jährlich Mittel in Höhe von 3,12 Mrd. EUR über diese Programme zur Verfügung. Zudem können diese Staaten die speziell eingerichtete Vor-Beitrittsfazilität der Europäischen Investitionsbank nutzen. Ein vollständiger EU-Beitritt dieser Staaten, der den vollen Zugang zu den EU-Märkten impliziert und zu einer weiteren Erhöhung der Attraktivität dieser Investitionsstandorte führt, wird den dargestellten Abkopplungsprozess weiter verstärken und die geoökonomische Situation in Osteuropa grundlegend verändern.

Es ist schwer einzuschätzen, wie dieser zur Zeit stattfindende Differenzierungsprozess sowie die ungünstige wirtschaftliche Entwicklung in zahlreichen GUS-Staaten die politische Stabilität dieser Staaten beeinflussen wird. Es scheint, als ob die Situation in den GUS-Staaten zunehmend instabiler wird, während sich die EU-Beitrittsländer im Zuge der Erfüllung der Aufnahmekriterien politisch und wirtschaftlich zunehmend stabilisieren. Politische Instabilität aufgrund sozio-ökonomischer Entwicklungen kann in der GUS ebensowenig ausgeschlossen werden wie wirtschaftliche Risiken, z.B. Währungskrisen, die eine Unmöglichkeit der Konvertierung herbeiführen. Beide Faktoren erhöhen das Länderrisiko und belegen die These hinsichtlich der entgegengesetzten Entwicklung.

## 2 Länderrating der osteuropäischen Staaten

Das Bonitätsrisiko eines Staates – im englischen Sovereign Risk – gibt Aufschluss über die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Staates. Eine Ausfallwahrscheinlichkeit entsteht, wenn ein Staat seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen „möchte“ oder nicht nachkommen „kann“. Hinter dem „möchten“ stehen politische Risiken, wie die Gefahr, dass sich eine neue Regierung weigert, alte Schulden zu begleichen. Hinter dem „können“ stehen volkswirtschaftliche Aspekte, die es dem Schuldner unmöglich machen, seinen Verpflichtungen nachzukommen. Beide Arten von Risiken sind nicht scharf voneinander zu trennen und beeinflussen sich gegenseitig. Nicht selten folgt eine politische Instabilität einem wirtschaftlichen Abschwung und ein wirtschaftlicher Abschwung einer politischen Instabilität.

Das Bonitätsrisiko folgt aus der Beurteilung von beiden Bereichen, wobei die schlechtere Bewertung einen stärkeren Einfluss auf das endgültige Ergebnis ausübt. Wenn ein Staat beispielsweise aus wirtschaftlicher Sicht eine hohe Bonität aufweist, die politischen Verhältnisse jedoch als instabil einzustufen sind, erhält dieser Staat ein schlechtes Rating. Ein politisch instabiler Staat wird niemals ein gutes Rating erhalten, selbst wenn die volkswirtschaftlichen Bedingungen eine bessere Beurteilung rechtfertigen würden.

Investoren, die Direktinvestitionen beabsichtigen, und Anleger, die Staatspapiere erwerben möchten, stehen vor einer ähnlichen Entscheidung. Politische wie auch wirtschaftliche Rahmenfaktoren bestimmen, ob sie ihr Kapital direkt einem Staat zur Verfügung stellen bzw. in seine Wirtschaft investieren. Politische Risiken, wie etwa eine Enteignung, stellen dasselbe Gefahrenpotential dar wie eine ungünstige Relation von Währungsreserven und Auslandsverschuldung, die das Transferrisiko von Devisen erhöht. Es gibt nur wenige Entwicklungen, die in beiden Fällen zu unterschiedlichen Beurteilungen führen. Als Beispiel könnte die Bewertung einer drohenden Abwertung angeführt werden. Ein exportorientierter ausländischer Investor kann gegebenenfalls eine Abwertung in einer kurzen Frist als positiv beurteilen, da er sich etwa eine Erhöhung der Konkurrenzfähigkeit auf den internationalen Märkten erhofft. Hingegen wird ein Anleger in ausländischen Staatspapieren eine Abwertung fürchten, da dadurch die Effektivverzinsung in heimischer Währung fällt. Aber auch der Exporteur wird langfristig, spätestens zum Zeitpunkt des Transfers von im Inland erwirtschafteten Gewinnen, einer Abwertung negativ gegenüberstehen, ebenso wie der Anleger in Staatspapieren.

Aus diesem Grunde stellt das Bonitätsrisiko eines Staates eine gute Orientierungshilfe bei der Einschätzung eines Länderrisikos dar, unabhängig davon, ob das Kapital in den privaten oder öffentlichen Sektor der Volkswirtschaft investiert wird, umso mehr, da bisher keine der bekannten Agenturen ein isoliertes Rating nach Länderrisiken durchführt.

## 2.1 Ratingklassifikation

Die folgende Tabelle stellt die Standardklassifizierungen von den Ratingagenturen für die Bonität von Staatsanleihen dar und ordnet die entsprechenden Symbole bestimmten Ausfallwahrscheinlichkeiten zu.

Auffällig ist, dass die Bonität der aufgeführten Staaten von den Ratingagenturen häufig divergierend bewertet werden.

In der folgenden Tabelle nimmt das Bonitätsrisiko von oben nach unten und innerhalb den Klassifikationen einer Ratingagentur von links nach rechts zu.

## 2.2 Ratings der Osteuropäischen Staaten

Die folgende Klassifikation stützt sich auf das Länderbonitätsrating der führenden Ratingagenturen Standard & Poor, Moody, Fitch und Institutional Investor sowie auf die Einteilung von Hermes im Rahmen der Exportversicherung.

Bei der Klassifikation nach Hermes handelt es sich um Entgeltkategorien (Mindestentgelt), die von der OECD regelmäßig für Ausfuhrleistungsfähigkeiten fixiert werden. Die Höhe dieses Entgelts steht in Korrelation mit dem Ausmaß der Länderrisiken in einem bestimmten Staat.

Bei den Ratings von Standard & Poor, Moody's, Fitch und Hermes ist der Stand 14. Februar 2002, das zweimal jährlich erscheinende Rating von Institutional Investors ist von September 2001.

## 2.3 Rangliste der osteuropäischen Staaten nach Bonitätsrisiko

Die folgende Tabelle ist nach Bonitätsrisiko geordnet. Der Staat mit dem niedrigsten Bonitätsrisiko steht an erster Stelle, der Staat mit dem höchsten Bonitätsrisiko steht an letzter Stelle. Um

Bonitätsrisiko	Standard & Poor	Moody	Fitch	Institutional Investor	Hermes
Ohne Länderrisiken. Staatsanleihen sind von höchster Qualität, geringstes Ausfallrisiko	AAA	Aaa	AAA	100–91,6	1
Ohne Länderrisiken. Staatsanleihen sind von hoher Qualität, aber die Risiken sind etwas höher als in der Spitzengruppe	AA+ AA AA–	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA–	91–75	1
Geringfügige Länderrisiken. Gute Bonität, aber auch Elemente, die sich bei verändernder Wirtschaftsentwicklung negativ auswirken können.	A+ A A–	A1 A2 A3	A+ A A–	75–58	2
Länderrisiken sind vorhanden. Staatsanleihen von mittlerer Qualität, aber mangelnder Schutz gegenüber sich verändernder Wirtschaftsentwicklung	BBB+ BBB–	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+BBB BBB–	58–45	3
Hohe Länderrisiken. Spekulative Anlage, nur mäßige Deckung für Zins und Tilgungsleistung	BB+ BB BB–	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB–	45–33	4-6
Sehr hohe Länderrisiken. sehr spekulativ geringe Sicherheit der langfristigen Schuldenbedienung	B+ B B–	B1 B2 B3	B+ B B–	33–23	7
Instabile Verhältnisse. Niedrigste Qualität, geringster Anlageschutz in direkter Gefahr swa Zahlungsverzugs bzw, in Zahlungsverzug	CCC+ CC DDD	Caa1 Caa2 C	CCC CC DDD	23–0	7

Tabelle 1: Klassifikation des Bonitätsrisikos nach verschiedenen Ratingagenturen

Staat	Standard & Poor	Moody	Fitch	Institutional Investor	Hermes
Albanien	–	–	–	12,1	
Armenien	–	–	–	7	
Aserbaidshan	–	–	BB–	–	7
Bosnien-Herzegowina	–	–	–	–	7
Bulgarien	BB	B1	BB–	36,6	5
Estland	A–	Baa1	A–	55,0	3
Georgien	–	–	–	15,4	7
Jugoslawien (BRJ)	–	–	–	12,2	7
Kasachstan	BB+	Ba2	BB	33,9	6
Kirgisistan	–	–	–	17,5	7
Kroatien	BBB+	Baa3	BBB–	43,9	4
Lettland	A–	Baa2	BBB	48	4
Litauen	BBB+	Ba1	BBB–	45,5	5
Mazedonien	–	–	–	–	7
Moldau	–	Caa1	CC	16,2	7
Polen	A+	Baa1	BBB+	59,2	2
Rumänien	B+	B2	B	29,1	6
Russland	B+	Ba3	B+	26,8	6
Slowakische Republik	A–	Baa3	BB+	47,7	3
Slowenien	AA	A2	A	64,9	2
Tadschikistan	–	–	–	11,9	7
Tschechische Republik	AA–	Baa1	BBB+	60,5	2
Turkmenistan	–	B2	CCC–	16,6	7
Ukraine	B	Caa1	B–	17,5	7
Ungarn	A+	–	A–	62,0	2
Usbekistan	–	–	–	16,7	7
Weißrussland	–	–	–	12,5	7

Tabelle 2: Klassifikation der osteuropäischen Staaten nach Bonitätsrating

einen internationalen Vergleich zu ermöglichen, sind auch Staaten außerhalb Osteuropas aufgeführt. Für die Bewertung der Bonitätsrisiken und Länderrisiken wurden die oben dargestellten Ratings der verschiedenen Agenturen zugrundegelegt und ein Durchschnitt berechnet.

Rangliste nach Bonitätsrisiko und politischen Risiko

Staat	Bonitätsrisiko	Politisches Risiko	Investitionsgarantie	Ausblick
Schweiz	++	++	nicht erforderlich	stabil
Deutschland	++	++	nicht erforderlich	stabil
USA	++	++	nicht erforderlich	stabil
Slovenien	+	+	nicht erforderlich	stabil
Chile	+	+	nicht erforderlich	stabil
Ungarn	+	+	nicht erforderlich	stabil
Tschechien	+	+	nicht erforderlich	stabil
Zypern	+	+	nicht erforderlich	stabil
Polen	+	+	nicht erforderlich	stabil
Estland	0	+	gegebenenfalls	stabil
Lettland	0	+	gegebenenfalls	unverändert
Slowakei	0	+	gegebenenfalls	unverändert
Indien	0	+	gegebenenfalls	unverändert
Litauen	0	+	empfehlenswert	unverändert
Ägypten	0	+	empfehlenswert	unverändert
Kroatien	0	0	empfehlenswert	negativ
Brasilien	0	0	empfehlenswert	unverändert
Bulgarien	0	0	empfehlenswert	unverändert
Türkei	-	0	empfehlenswert	unverändert
Rumänien	-	0	empfehlenswert	unverändert
Kasachstan	-	-	notwendig	positiv
Algerien	-	-	notwendig	unverändert
Mazedonien	-	-	notwendig	unverändert
Russland	-	-	notwendig	unverändert
Nicaragua	-	-	notwendig	unverändert
Pakistan	-	-	notwendig	unverändert
Ukraine	-	-	notwendig	positiv
Kirgisistan	-	-	notwendig	unverändert
Kamerun	-	-	notwendig	unverändert
Turkmenistan	-	--	unbedingt notwendig	unverändert
Usbekistan	-	--	unbedingt notwendig	unverändert

++ = sehr niedrig ●● + = niedrig ●● 0 = mittel ●● - = hoch ●● -- = sehr hoch

Fortsetzung nächste Seite

## Rangliste nach Risiken – Fortsetzung

Staat	Bonitätsrisiko	Politisches Risiko	Investitionsgarantie	Ausblick
Moldau	–	--	unbedingt notwendig	unverändert
Georgien	--	–	unbedingt notwendig	unverändert
Äthiopien	–	--	unbedingt notwendig	unverändert
Kuba	–	--	unbedingt notwendig	unverändert
Weißrussland	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Jugoslawien	--	--	unbedingt notwendig	positiv
Albanien	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Angola	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Tschad	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Tadschikistan	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Irak	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Kongo	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Sierra Leone	--	--	unbedingt notwendig	unverändert
Afganistan	--	--	unbedingt notwendig	positiv

++ = sehr niedrig ●● + = niedrig ●● 0 = mittel ●● – = hoch ●● -- = sehr hoch  
Stand: Januar 2002

## 2.4 Schutz gegen Länderrisiken

Ein Investor kann eine Direktinvestition in einem osteuropäischen Staat durch eine Investitionsgarantie gegen Länderrisiken schützen. Investitions Garantien werden von den sämtlichen Industriestaaten und der Weltbanktochter Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) angeboten. Eine Investitionsgarantie deckt wirtschaftliche Verluste aufgrund politischer Risiken wie Verstaatlichung, Enteignung, Krieg, Vertragsbruch durch staatliche Stellen, Zahlungsverbote oder Unmöglichkeit der Konvertierung der Inlandswährung ab. Wenngleich der Investor nicht alle Länderrisiken, wie beispielsweise eine unerwartete Abwertung der Inlandswährung oder eine Steuererhöhung abdecken kann, verbessert sich durch diese in entscheidendem Maße die Sicherheit des politischen Investitionsumfeldes und folglich die Kalkulationsgrundlage einer Investitionsentscheidung.<sup>7</sup> Aus diesem Grunde wird von privaten Geschäftsbanken im Rahmen einer Projektfinanzierung in Osteuropa häufig eine Investitionsgarantie gefordert. Der Investor tritt dabei die Ansprüche aus der Deckung zur Besicherung des aufgenommenen Kredits an die Geschäftsbank ab<sup>8</sup>.

Eine in den GUS-Staaten vorgenommene Direktinvestition sollte auf alle Fälle durch eine Garantie gegen politische Risiken geschützt werden. Darüber hinaus ist ein Kapitalschutz auch in

<sup>7</sup>Die Abgrenzung von wirtschaftlichen und politischen Risiken kann nicht immer klar gezogen werden. Eine Wechselkursveränderung kann durch eine politische Entscheidung, wie Devisenbewirtschaftung, ebenso hervorgerufen werden, wie durch volkswirtschaftliche Ursachen, wie beispielsweise chronische Handelsbilanzdefizite.

<sup>8</sup>Von nationalen und multilateralen Finanzinstitutionen mit entwicklungspolitischem Auftrag wird in der Regel keine Investitionsgarantie vorausgesetzt. Private Geschäftsbanken, aber auch die KfW fordern in zahlreichen Fällen die Abtretung der Ansprüche aus der Deckung zur Besicherung aufgenommener Kredite.

den politisch stabileren Beitrittsstaaten zweckmäßig, wenn Investitionen in politisch und volkswirtschaftlich sensiblen Sektoren – wie dem Finanz-, Medien-, Energie- und Infrastrukturbereich – geplant sind. Da für Investitionen in diesen Bereichen zahlreiche staatliche Genehmigungen erforderlich sind, ist der Projektträger in hohem Maße von der Einhaltung rechtsbeständiger Zusagen staatlicher Stellen abhängig, deren Bruch eine schwerwiegende Gefahr für den wirtschaftlichen Erfolg einer Investition darstellt. Durch eine Bundes- oder MIGA-Garantie können auch diese Risiken abgedeckt werden.

Über die PwC Deutsche Revision AG, welche die Antragsstellung bearbeitet, werden vom Bund Investitions Garantien gewährt<sup>9</sup>. Die MIGA-Garantien werden direkt von der Weltbanktochter angeboten. Beide Alternativen decken dieselben politischen Risiken in den osteuropäischen Staaten ab.

Der Bund und die MIGA gewähren Garantien für Beteiligungen an ausländischen Unternehmen, Kapitalausstattungen von ausländischen Niederlassungen und Betriebsstätten deutscher Unternehmen sowie an ausländische Unternehmen erteilte beteiligungsähnliche Darlehen. Darüber hinaus können über den Bund auch Beträge Gegenstand der Garantie sein, die für einen bestimmten Zeitraum auf garantierte Beteiligungen und beteiligungsähnliche Darlehen als Gewinnanteile ausgeschüttet werden oder als Zinsen zu leisten sind.

Die Kosten der beiden genannten Garantien sind unterschiedlich hoch. Das Garantieentgelt für eine Bundesgarantie beträgt unabhängig vom Umfang der Deckung 0,5 % p.a. Bei einer MIGA-Garantie kann der Umfang der Deckung individuell bestimmt werden. Der Umfang der Deckung beeinflusst maßgeblich die Höhe des Garantieentgeltes. Legt man den gewöhnlichen Deckungsumfang einer Bundesgarantie für die Berechnung des Entgeltes für eine MIGA-Garantie zugrunde, kann dieses bis zu 2 % betragen. Ein Investor sollte daher das Risikoprofil einer Investition genau analysieren, bevor er sich für eine Alternative entscheidet. In der Regel wird für einen deutschen Investor die Inanspruchnahme einer Investitionsgarantie durch den Bund kostengünstiger sein.

Ein Weiterer Unterschied zwischen beiden Alternativen besteht in der Höhe der maximalen Deckung. Der maximale Deckungsbetrag einer MIGA-Garantie ist nach oben beschränkt und beträgt 200 Mio. USD. Der Deckungsbetrag einer Investitionsgarantie durch den Bund ist nicht begrenzt. Des weiteren schränkt die MIGA ihre maximale Länderdeckungssumme auf 620 Mio. USD ein, während im Gegensatz dazu für Investitions Garantien des Bundes keine Länderplafonds wirksam sind.

Ein weiterer Vorteil der Bundesinvestitionsgarantie liegt in der einfacheren Antragstellung. Die Antragstellung für eine MIGA-Garantie muss in englischer Sprache erfolgen und wird in der Zentrale in Washington bearbeitet. Die Antragsbearbeitung der Bundesinvestitions Garantien erfolgt bei der PwC Deutsche Revision AG, Hamburg. Niederlassungen befinden sich in allen größeren Städten der Bundesrepublik Deutschland.

Die politischen Risiken größerer Investitionsvorhaben, insbesondere im Bereich der Infrastruktur werden in der Regel von verschiedenen Investitionsversicherern, so unter anderem auch der MIGA, abgesichert. Rechtswidrige Handlungen des Gastlandes werden durch die Projektteilnahme beider Garantiegeber unwahrscheinlicher. In diesen Fällen sind Kooperationsmaßnahmen notwendige Voraussetzung, um in kritischen Situationen gemeinsam vorgehen zu können.

<sup>9</sup> Um den Förderzweck zu betonen und Verwechslungen mit Finanz- und Vermögensanlagen zu vermeiden, wurde 1999 beschlossen, die bisherige Bezeichnung des Instrumentes „Garantie für Kapitalanlagen im Ausland“ (kurz „Kapitalanlagengarantien“) in „Garantie für Direktinvestitionen im Ausland“ (kurz „Investitionsgarantie“) zu ändern.

Die Allianz mehrerer politisch starker Partner erhöht im Falle einer krisenhaften Entwicklung die Wahrscheinlichkeit, die Behörden im Gastland zum Einlenken bzw. Nachgeben bewegen zu können.

Die Prüfung der Risikobeschränkung sollte bereits im Rahmen der Projektplanung erfolgen, da für bereits realisierte Investitionen keine nachträgliche Garantieübernahme möglich ist. Die politischen Risiken in einem Anlageland Osteuropas sollten bei jedem Investitionsvorhaben genau analysiert werden. Wenn es sich bei dem Anlageland in Osteuropa nicht um einen EU-Bewerberstaat handelt, sollte die Direktinvestition durch eine Garantie gegen politische Risiken geschützt werden. Diese Alternative ist insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen nutzbringend, deren politischer Einfluss gering ist. Von einer Investitionsgarantie kann gegebenenfalls dann abgesehen werden, wenn sich eine politisch mächtige Finanzinstitution wie die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, die Europäische Investitionsbank oder die International Finance Corporation an der Finanzierung der Investition beteiligen. Aufgrund ihrer politischen Stellung bieten diese Institutionen einen faktischen Schutzschirm („Umbrella“).

Die politischen Risiken größerer Investitionsvorhaben, insbesondere im Infrastrukturbereich werden in der Regel von verschiedenen Investitionsversicherern, so unter anderem auch der MIGA abgesichert. Rechtswidrige Handlungen des Gastlandes werden durch die Projektteilnahme beider Garantiegeber unwahrscheinlicher. In diesen Fällen sind Kooperationsmaßnahmen notwendige Voraussetzung, um in kritischen Situationen gemeinsam vorgehen zu können. Die Allianz mehrerer politisch starker Partner erhöht im Falle einer krisenhaften Entwicklung die Wahrscheinlichkeit, die Behörden im Gastland zum Einlenken bewegen zu können.

Die Prüfung der Risikobeschränkung sollte bereits im Rahmen der Projektplanung erfolgen, da für bereits realisierte Investitionen keine nachträgliche Garantieübernahme möglich ist. Die politischen Risiken in einem Anlageland Osteuropas sollten bei jedem Investitionsvorhaben genau analysiert werden. Wenn es sich bei dem Anlageland in Osteuropa nicht um einen EU-Bewerberstaat handelt, sollte die Direktinvestition durch eine Garantie gegen politische Risiken geschützt werden. Diese Alternative sollten insbesondere kleine und mittelständische Unternehmen nutzen, deren politischer Einfluss gering ist. Von einer Investitionsgarantie kann gegebenenfalls abgesehen werden, wenn sich eine politisch mächtige Finanzinstitution wie die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, die Europäische Investitionsbank oder die International Finance Corporation an der Finanzierung der Investition beteiligen. Aufgrund ihrer politischen Stellung bieten diese Institutionen einen faktischen Schutzschirm („Umbrella“) gegen politische Risiken.

## 2.5 Informationen zu Länderrisiken

Für einen Investor ist die Einschätzung des Länderrisikos des jeweiligen Investitionsstandortes sehr schwierig, da zahlreiche Einflussfaktoren den Grad eines politischen Risikos bestimmen. Ein Investor, der Informationen über ein Länderrisiko einholen möchte, sollte folgende Informationsquellen nutzen:

- Wirtschaftsreferate der Deutschen Auslandsvertretungen in Osteuropa
- Länderreferate des Ministeriums für Auswärtiges
- Länderreferate der Europäischen Kommission, des Internationalen Währungsfonds, der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung

- Länderreferate großer Kreditinstitute
- Hermes Kreditversicherungs-AG: Unter dem Stichwort „Ausfuhrleistung“ findet sich auf folgender Website die Länderklassifikation: <http://www.hermes-kredit.com>
- Ratingagenturen: Unter dem Stichwort „Sovereign Rating Lists“ findet sich auf der Website der Ratingagenturen die Klassifikation der Staaten nach Bonität:  
<http://www.standardandpoors.com>  
<http://www.moodys.com>  
<http://www.fitchratings.com>  
<http://www.institutionalinvestoronline.com>  
<http://www.icrgonline.com>