

Unter Geiern

Der Fall Argentinien zeigt: Die Welt braucht ein Insolvenzrecht für Staaten

Ingo Malcher | **Seit mehr als einem Jahrzehnt setzt sich Argentinien bereits mit Hedgefonds auseinander, die bei der Staatspleite 2001 billig Anleihen aufkauften und seitdem auf volle Kompensation pochen. Zuletzt bekamen sie vor dem amerikanischen Supreme Court recht – eine Fehlentscheidung mit weitreichenden Folgen: Umschuldungen werden künftig noch schwieriger.**

Beim Geld hört die Freundschaft auf. Diese Erfahrung machte auch Cipriano Castro, Venezuelas Präsident zu Beginn des 20. Jahrhunderts. Im Jahr 1902 schuldete sein Land Deutschland und Großbritannien 96,6 Millionen Reichsmark. Das Geld war unter anderem in den Bau einer Eisenbahnlinie geflossen. Doch nun war Venezuelas Staatskasse leer, und Castro stellte die Zahlungen ein.

Die Reaktion aus Europa kam prompt: Das kaiserliche Deutschland und Großbritannien zogen vor der venezolanischen Küste Kriegsschiffe zusammen und blockierten am 9. November 1902 den Hafen von La Guaira. Während die Briten versuchten, Puerto Cabello zu erobern, beschossen die Deutschen ein Fort am Maracaibo-See. So wurde Castro gezwungen, 30 Prozent der Zolleinnahmen für den Schuldendienst an die beiden

Angreifer zu verwenden. Der Ständige Schiedshof in Den Haag hatte an dieser Form des Geldeintreibens nichts auszusetzen. 1907 wurden die Haager Konventionen dann allerdings um einen wichtigen Passus ergänzt: Der Einsatz des Militärs zum Eintreiben ausstehender Schulden ist seither international geächtet – Veränderungen in der Art, wie internationale Finanzbeziehungen geregelt werden, sind also möglich.

Das Urteil

Ohne Schiffe und Kanonen – und dennoch ziemlich rabiat – ging der Hedgefonds-Manager Paul Singer, Chef von Elliott Management, gegen Argentinien vor, seit sich das Land zur Jahreswende 2001/02 zahlungsunfähig melden musste. Am 16. Juni 2014 bestätigte der Oberste Gerichtshof in Washington¹ ein Urteil von

¹ Supreme Court of the United States: Republic of Argentina v. NML Capital, Ltd., nachzulesen unter: http://www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/12-842_g3bi.pdf.

Thomas Poole Griesa, dem Obersten Richter des United States District Court for the Southern District of New York. Der hatte zuvor entschieden: Argentinien muss NML Capital, einem Hedgefonds, der zu Singers Elliott-Imperium gehört und auf den Cayman Islands registriert ist, 1,3 Milliarden Dollar überweisen. NML hatte nicht an den freiwilligen Schuldenschnitten von 2005 und 2010 teilgenommen, bei denen rund 93 Prozent der Investoren sich damit einverstanden erklärt hatten, einen „haircut“ von 70 Prozent hinzunehmen und sich mit 30 Prozent ihrer Forderungen zufriedenzugeben. NML hatte die Papiere seinerseits zu rund 30 Prozent ihres Nominalwerts gekauft.

Das Urteil hat Folgen, die weit über Argentinien hinausreichen. Es verändert die Kräfteverhältnisse auf den internationalen Finanzmärkten – zugunsten der Hedgefonds. Und es wird künftig für Staaten, die ihre Schulden nicht mehr bezahlen können, deutlich schwieriger werden, einen Weg aus der Krise zu finden und sich mit Gläubigern zu einigen.

Der Fall Argentinien zeigt deutlich, wie dringend nötig internationale Regeln für Staatspleiten sind. José Antonio Ocampo, ehemaliger Generalsekretär der UN-Wirtschaftskommission für Lateinamerika und die Karibik (CEPAL), hält ein supranationales Regelwerk für Pleitestaaten nach dem Urteil für „unausweichlich“.² Gerade Europa sollte daran ein Interesse haben. Denn es ist schwer

vorstellbar, dass ein Schuldenschnitt, wie er für Griechenland 2012 durchgesetzt wurde, in dieser Form noch einmal gelingen könnte.³ Aber bislang tut sich wenig.

Die Pleite

Das Jahr 2002 begann in Argentinien ebenso turbulent, wie das alte zu Ende gegangen war. Die Länderrisikopunkte, die die Gefahr eines Staatsbankrotts beziffern, kamen in den Nachrichten so zuverlässig vor wie die Verkehrsmeldungen und der Wetterbericht – und sie verkündeten täglich schlechtere Aussichten. Die Bankkonten waren eingefroren, fast täglich kam es zu Straßenschlachten, Supermärkte wurden geplündert, der Kongress brannte, bei Auseinandersetzungen zwischen Demonstranten und der Polizei gab es zahlreiche Tote. Nach dem Rücktritt von Präsident Fernando de la Rúa sahen die Argentinier vier weitere Präsidenten in 14 Tagen; keiner konnte sich halten.

Der Jahreswechsel markierte das Ende der marktradikalen Dekade, die der von 1989 bis 1999 amtierende Carlos Menem 1992 mit der Peso-Dollar-Parität eingeleitet hatte. Statt in der „Ersten Welt“ anzukommen, wie es der Präsident vollmundig versprochen hatte, wurde das Land um Jahre zurückgeworfen. Einst große Unternehmen waren bankrott, die Gehälter sanken, die Mittelschicht rutschte ab

Eingefrorene Konten, Plünderungen, Straßenschlachten mit Toten

² José Antonio Ocampo: Guest post: implications of the US Supreme Court ruling on Argentina, in beyondbricks, Financial Times, 23.6.2014.

³ Private Gläubiger verzichteten auf nominal 53,5 Prozent ihrer Forderungen; durch die faktisch niedrigeren Zinssätze der neuen Papiere jedoch auf noch mehr.

und die Armut stieg. Unter Menem wurden öffentliche Unternehmen privatisiert, der Staatssektor entschlackt, die Außenzölle gesenkt. Wichtigstes Element dieser Politik war die Bindung des argentinischen Peso an den US-Dollar im Wechsel eins zu eins. Die derart überbewertete Währung erleichterte Importe, was der heimischen Industrie schwer schadete. Als die Dekade zu Ende ging, hatten sich die Schulden des Landes verdoppelt, die Wirtschaft geriet in eine schwere Rezession und zu allem Unglück sanken auch noch die Preise für Agrarrohstoffe, die wichtigsten Exportprodukte Argentinienens.

Um den Zusammenbruch zu vermeiden, setzte die Regierung harte Sparmaßnahmen durch. Doch die Austeritätspolitik verschlimmerte die Lage: Sie würgte das Wachstum voll-

Krisen enden nicht mit einem Knall, nach dem es wieder aufwärts geht

ends ab, die Staatseinnahmen sanken weiter. Im November 2001 lebten 35,5 Prozent der Bevölkerung in Armut, die Arbeitslosigkeit lag bei über 20 Prozent, die Verschuldung des Landes betrug 144 Milliarden Dollar. Davon entfielen 73 Prozent auf Staatsanleihen, der Rest waren Außenstände gegenüber internationalen Organisationen wie dem Internationalen Währungsfonds, der Weltbank, der Interamerikanischen Entwicklungsbank und dem Club von Paris.⁴ Das größte Problem waren also die Verpflichtungen gegenüber privaten Investoren. Am 24. Dezember

2001 verkündete Übergangspräsident Adolfo Rodríguez Saá, dass die Regierung den Schuldendienst einstellen werde. Es folgten Jahre des mühevollen Wiederaufbaus und die Erkenntnis, dass Krisen nicht mit einem Knall enden und es danach schnell wieder aufwärts geht.

Die Geier

In den Wochen vor der Staatspleite kauften mehrere Hedgefonds Argentinien-Anleihen zu Discounterpreisen. Wer damals noch Papiere des südamerikanischen Staates besaß, versuchte sie schnell und zu jedem Preis loszuwerden, was den Verkäufern schwere Verluste bescherte. Während der ersten Wochen des Jahres 2002 – als Argentinien schon pleite war – registrierte die Zentralbank Transaktionen der Hedgefonds in Höhe von einer Milliarde Dollar. Sie kauften in jenem Moment im Schnitt zu 18 Prozent des Nominalwerts. Im Januar 2002 hielten sie schon Papiere im Wert von acht Milliarden Dollar.⁵

Hedgefonds wie NML, NM LTD, Gramercy, Southern Cross, Aurelios, Blue Angel, ACP Master, VR Global Partners investieren in hochriskante Papiere, sie werden daher manchmal auch „Vulture Funds“ genannt: „Geierfonds“. Sie kaufen Anleihen von Firmen und Staaten, die entweder kurz vor der Pleite stehen oder bereits bankrott sind. Ihr Geschäft besteht darin, die Papiere möglichst billig zu kaufen und dann in einer Einigung mit dem Schuldner eine höhere Rendite zu erzielen – oder, wie im Falle

⁴ Carlos Burgueño: Los Buitres. Historia oculta de la mayor operación financiera contra la Argentina, Buenos Aires 2013, S. 20.

⁵ Carlos Burgueño (s.o.), S. 20.

Bild nur in Printausgabe verfügbar

Argentiniens, gerichtlich den Nominalwert plus Zinsen zu fordern. Dabei kommt es mehr auf die Rechtsanwälte als auf Volks- oder Betriebswirte an.

Bei Staatsanleihen gilt das Recht des Landes, in dem sie aufgelegt werden. New York ist für Staatsanleihen der größte Finanzplatz der Welt, nirgendwo finden die Papiere so viele Käufer.⁶ Werden sie dort aufgelegt, ist bei Auseinandersetzungen der Gerichtsstand New York. Dort befasst sich Richter Griesa vom United States District Court for the Southern District of New York mit Argentiniens Staatspleite. Auch er stand stets unter Druck: Wenn er nicht US-Recht durchsetzt, verliert der Finanzplatz New York an Attraktivität.

In der Auseinandersetzung mit den Hedgefonds wollte man auf argentinischer Seite einen Prozess vermeiden.

Wirtschaftsminister Roberto Lavagna (2002–2005) führte die Verhandlungen mit den Gläubigern. Aber das war nicht seine einzige Aufgabe. Lavagna wurde Minister eines Landes, das in einer schweren Krise steckte. Zuerst musste er das Land wieder aufbauen. „Entwicklung ist viel mehr als Wirtschaftswachstum. Entwicklung ist Gerechtigkeit, soziale Mobilität, Kultur, Lebensqualität“, schrieb er später in seinen Erinnerungen.⁷ Lavagna gelang es, mehrere Brandherde zu löschen: Er gab die gesperrten Bankguthaben wieder frei, wertete die Währung ab, hielt die Inflation im Zaum und sorgte für Wachstum.

Nach langen und zähen Verhandlungen mit den Gläubigern brachte er auch ein Abkommen zur Umschuldung auf den Weg: Auf die argentinischen Schuldpapiere wurde ein Abschlag von 63 Prozent vorgenommen.

Ohne Schiffe und Kanonen, aber dennoch rabiat in seinem Vorgehen: Hedgefonds-Chef Paul Singer

⁶ New York extends IFC lead, *The Banker*, September 2012, S. 141.

⁷ Roberto Lavagna: *Trece Meses Cruciales en la Historia Argentina*, Buenos Aires 2011, S. 12.

Am 25. Januar 2005 präsentierte die Regierung den Vorschlag. Einen Monat später hatten 76,15 Prozent aller Gläubiger eingewilligt. Die betreffenden Schuldtitel waren in acht verschiedenen Ländern aufgelegt worden. Insgesamt wurden in dieser Operation 82 Milliarden Dollar Schulden

Seit 2003 lautet das Motto: „Mit Geiern wird nicht verhandelt.“

umgewandelt und 21 Milliarden Dollar an Zinsen. Der argentinische Kongress verbot es daraufhin, an dieser Entscheidung zu rütteln. Néstor Kirchner hatte schon 2003 als Präsident die Parole ausgegeben: „Mit Geiern wird nicht verhandelt.“

Die Hedgefonds hätten noch immer einen guten Gewinn gemacht, wenn sie das Angebot damals angenommen hätten. Aber sie lehnten ab. Nach der Einigung der Regierung mit der Mehrheit der Gläubiger gingen sie juristisch gegen Argentinien vor. Zwischen April 2005 und Juni 2007 klagten mehr als 50 Hedgefonds vor Richter Griesa in New York. Insgesamt ging es um elf Milliarden Dollar. Das meiste Geld hielten die Fonds, die zu Elliott Management von Paul Singer gehören. Elliott hatte schon bei Geschäften mit Schulden Perus, Panamas und der Republik Kongo ähnliche Strategien erfolgreich durchgesetzt.⁸ Elliotts Fonds kauften noch argentinische Schuldpapiere, als das Land schon Pleite war – zu rund 30 Prozent des Nominalwerts.

Ab Mitte 2005 zog Elliott alle Register. Vorübergehend gelang es dem Hedgefonds, einen Titel über 100 Millionen Dollar zu erwirken, die die argentinische Zentralbank bei der Federal Reserve zur Gewährleistung des Zahlungsverkehrs deponiert hatte. Der Oberste Gerichtshof der Vereinigten Staaten hob das Urteil jedoch später wieder auf. Währenddessen versuchte die argentinische Regierung im Geheimen, das Angebot zum Schuldentausch denjenigen Investoren erneut anzubieten, die nicht an der Operation 2005 teilgenommen hatten. Tatsächlich konnte im April 2010 ein Erfolg vermeldet werden: Nun hatten 93,4 Prozent aller Gläubiger das Angebot der Regierung akzeptiert. So hoffte man, Elliott zu isolieren.

Weltweites Geldeintreiben

Um an ihr Geld zu kommen, versuchten die Fonds zwischen 2005 und 2012, 28 Objekte Argentinien im Ausland zu pfänden, darunter die Residenz des Botschafters in Washington, die Präsidentenmaschine Tango 01, die Konten des Konsulats in Miami, den Satelliten Aquarius, argentinische Patente, das Konsulatsgebäude in Frankfurt, die Konten der argentinischen Botschaft in Berlin. Von hohem symbolischem Wert war der Versuch, das letzte Haus von José de San Martín im französischen Boulogne-sur-Mer zu pfänden und zu versteigern. San Martín ist der Befreiungsheld Argentinien, er vertrieb

⁸ Mit Papieren aus Peru ist es Paul Singer, dem Chef von NML so gelungen, eine Rendite von 400 Prozent zu erzielen. 1996 hatte er für rund elf Millionen Dollar Bankschulden gekauft, für die die Regierung gebürgt hatte. 2000 erhielt er 58 Millionen, Gerichte in Großbritannien, den USA, Luxemburg, Belgien, Deutschland und Kanada wurden dafür eingeschaltet. Vgl. Paul Singer Will Make Argentina Pay, Bloomberg Business Week, 7.8.2014.

1812 die spanischen Kolonialherren aus Teilen Chiles und Perus. Er starb arm und einsam in Frankreich. Das Haus in der Grande Rue wurde später von der argentinischen Regierung gekauft, sie hat dort ein kleines Museum eingerichtet. 2010 entschied ein französisches Gericht, das Haus sei ein „historisches Gut“ und daher nicht pfändbar.

Weitaus mehr als nur symbolischen Wert hatte der Versuch von Elliott, die Konten der Argentinischen Zentralbank bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – der Zentralbank der Zentralbanken – zu pfänden. Für Argentinien ist die Schweiz ein besonders wichtiger Finanzplatz. Denn wegen der Schwierigkeiten in den USA braucht das Land eine zweite Route für den Zahlungsverkehr, um nicht von der Welt abgeschnitten zu werden.

Schon 2006 wurde Elliott in der Schweiz vorstellig, die dortige Justiz nahm sich aber erst 2009 des Falles an. Ziel war es, das Guthaben der Argentinischen Zentralbank bei der BIZ zu beschlagnahmen, was jedoch von den Gerichten und der Regierung abgelehnt wurde. Eine andere Entscheidung hätte dem internationalen Finanzsystem wohl einen Schock versetzt: Gelder bei der BIZ, einer zentralen Instanz im internationalen Finanzwesen, wären dann nicht mehr vor den Übergriffen privater Akteure sicher gewesen. Die Beschlagnahmung des Segelschiffs „Liberdad“ in Ghana 2012 scheiterte auch. Nachdem ein Richter in Ghana die Fregatte hatte festsetzen lassen, be-

freite der Internationale Seegerichtshof in Hamburg das Schiff Monate später.

Sofern die Absicht darin bestand, Argentinien durch derartige Aktionen mürrisch zu machen, wurde das Gegenteil erreicht. Argentinien seit 2007 amtierende Präsidentin Cristina Fernández de Kirchner wiederholte immerzu das Credo ihres 2010 verstorbenen Mannes

Néstor Kirchner: Keine Verhandlungen mit den Geiern. Dabei agierte die Regierung je-

doch nicht immer geschickt. So schlug sie bei Fragen der Staatsschulden eine antiimperialistische Rhetorik im Stile der siebziger Jahre an. „Keinen Schritt“ wollten Kirchner und Fernández den Hedgefonds entgegenkommen, was Richter Griesa sichtlich irritierte. Er selbst zog sich auf das Dogma zurück: Verträge sind einzuhalten – ganz gleich, welche sozialen Folgen das für ein Land haben könnte.

Erst spät lenkte die argentinische Regierung ein, offenbar nachdem ihre eigenen Anwälte aus der Kanzlei Cleary Gotlieb Steen & Hamilton (CGS&H) sie gedrängt hatten, Elliott ein Angebot zu machen. Der Vorschlag lautete: Der zu Elliott gehörende Fonds NML erhält die gleichen Konditionen wie die Gläubiger, die den Schuldentausch angenommen haben. Sie hätten dann noch immer, so rechnete der argentinische Wirtschaftsminister Axel Kicillof vor,⁹ einen Gewinn von 300 Prozent gemacht. Der Vorschlag wurde abgelehnt. Argentinien versuchte gel-

Elliott versuchte gar, ein Segelschulschiff in Ghana zu pfänden

⁹ Kicillof dijo que los buitres „no aceptaron la oferta“ y que „Argentina no firmará cualquier cosa“, Telam, 30.7.2014.

Bild nur in Printausgabe verfügbar

Bei Fragen der Staatsschulden schnell mit anti-imperialistischer Rhetorik bei der Hand: Argentiniens Präsidentin Cristina Fernandez de Kirchner und Wirtschaftsminister Axel Kicillof

tend zu machen, dass das Land, falls Elliott Recht bekäme, auch die anderen Gläubiger voll ausbezahlen müsste – selbst jene, deren Papiere einstmals nicht in den USA ausgegeben worden waren. Dies hätte zur Folge, dass das Land 43 Milliarden Dollar bezahlen müsste – bei Devisenreserven von (zum damaligen Zeitpunkt 2013) 42,65 Milliarden Dollar.

Richter Griesa entschied: Wenn Argentinien die Mehrheit der Gläubiger bedient, muss das Land auch NML Capital bedienen – und zwar ohne Abzüge. So wurde Argentinien dazu verurteilt, 1,3 Milliarden Dollar an NML zu zahlen. Zudem wurde per Gerichtsbeschluss jene Bank, die Bank of New York Mellon, blockiert, die von Argentinien dazu bestimmt worden war, die Zahlungen an jene Gläubiger auszuführen, die den Schuldentausch angenommen hatten. Dadurch entstand die skurrile Situation, dass Argentinien seine Schulden zwar bedienen, aber nicht überweisen

kann: ein Staatsbankrott der ganz eigenen Sorte – der eigentlich keiner ist.

Eine Beschwerde Argentinien wies der Oberste Gerichtshof der Vereinigten Staaten ab. Seitdem sind die Fronten verhärtet und die Frage umstritten, ob Argentinien, wenn es sich weiter weigert, die Schulden an Elliott zu zahlen, wiederum als „bankrott“ zu gelten hat. Dabei gibt es womöglich einen Ausweg: In den Verträgen von 2005 und 2010, mit denen die Schulden umstrukturiert wurden, gibt es eine so genannte „Rufo“-Klausel (Rights Upon Future Offers), wonach das Angebot nicht mehr für andere Investoren nachgebessert werden kann. Ende 2014 verfällt diese Klausel, und Argentinien könnte Elliott auszahlen, ohne dass das Folgen hätte. Praktisch ist das möglich, politisch aber kaum vorstellbar.

Ungeregelter Staatsbankrott

Im Falle einer Firmenpleite gibt es in Deutschland ein Insolvenzverfahren.

In den USA gibt es Gläubigerschutz nach Chapter 11. Für die Privatwirtschaft gilt in jedem Fall die beschränkte Haftung. Nur bei Staatspleiten gibt es kein international verbindliches Schuldrecht. Geht ein Land pleite, muss es sich mit seinen Gläubigern einigen.

Dies ist stets ein langer und schwieriger Prozess. Ein Staat hat viele Aufgaben: Er muss seine Infrastruktur unterhalten, seine Beamten bezahlen, Krankenhäuser, Schulen, Universitäten finanzieren, Konjunkturfürhilfen, Sozialhilfe, Polizei, Militär, Zoll, Verwaltung – all das kostet Geld. Und doch gibt es keine Formel, mit der ermittelt wird, wie viel Geld ein Staat in einer Krise an Schulden überhaupt noch bezahlen kann.

Anne Krueger hatte als damalige stellvertretende Chefin des Internationalen Währungsfonds (IWF) einen solchen Vorschlag präsentiert, der 2003 aber am Widerstand der USA scheiterte. Krueger ist der Ansicht, dass eine Regierung Meldung machen müsste, wenn absehbar ist, dass sie ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. „Sie müsste dann, ähnlich wie in den USA nach Chapter 11, Gläubigerschutz beantragen“, sagte sie 2010 im Interview. „Dies kann nur die Regierung machen und nicht von den Gläubigern erzwungen werden. Im Idealfall fällt die Regierung diese Entscheidung, bevor sie die Zahlungen aussetzt. Unmittelbar danach würde an den Märkten der Handel mit den Staatsanleihen dieses Landes vorübergehend ausgesetzt. Dies hätte den Vorteil,

dass die Risikoauflagen für die Papiere nicht mehr ins Unermessliche steigen könnten – was bei Schuldenkrisen die Refinanzierung der Außenstände immer erschwert oder letztendlich unmöglich macht. Damit hätte die Regierung zunächst einmal Zeit gewonnen, um ihren Haushalt zu konsolidieren.“¹⁰

Aber es geht Krueger um mehr als um Zeitgewinn für eine Regierung, die auch mit den Gläubigern verhandeln muss, ob und auf welchen Teil ihrer Schulden diese verzichten und wie und wann sie die Zahlungen wieder aufnimmt. Solche Verhandlungen, so Krueger, könnten von supranationalen Institutionen wie dem IWF begleitet werden, der gemeinsam mit der Regierung im Haushalt nach Einsparpotenzial sucht oder neue Einnahmequellen erschließt. Dadurch könne ermittelt werden, wie viel Geld die Regierung tatsächlich in den Schuldendienst fließen lassen kann. „Der Druck kommt nicht mehr vom Markt, sondern er ist politischer Art. Es ist letztlich wie beim amerikanischen Chapter 11, wo ein Richter darüber entscheidet, ob es in einer Firma Potenzial gibt, womit Geld verdient werden kann, ob es die Möglichkeit gibt zu sparen oder ob die Firma geschlossen werden muss.“

Es sei zudem denkbar, dass Mehrheitsentscheidungen getroffen werden, also dass die Mehrheit der Gläubiger die Minderheit überstimmt. Zu einer Konfrontation wie der zwischen

Nur bei Staatspleiten gibt es kein international verbindliches Schuldrecht

¹⁰ Anne Krueger im Interview mit brand eins, 7/2010, S. 34 f.

Argentinien und Elliott könnte es dann nicht mehr kommen. Elliott hätte überstimmt werden können, was aber in der Praxis schwierig geworden wäre, da es bei Staatspleiten meist um mehrere Papiersorten geht und nicht nur um eine einzige Anleihe.¹¹

Kruegers Vorschläge sehen manche in Argentinien kritisch. Es könne nicht sein, dass „Washingtoner Technokraten“ im Falle einer Pleite die Wirtschaftspolitik in einem Land übernehmen, sagt zum Beispiel Roberto Lavagna, der frühere Wirtschaftsminister: „Was es braucht, sind andere Dinge. Jede Umstrukturierung, die von drei Vierteln aller Gläubiger

akzeptiert wird, muss auch für diejenigen Gläubiger gelten, die dagegen waren. Das müsste international gere-

gelt werden und würde helfen, mit jeder Pleite in der Welt einfacher umzugehen. Und es braucht mehr Transparenz, wer die Gläubiger sind. Wer Staatsanleihen zum vollen Preis gekauft hat, verdient eine bessere Behandlung als der Spekulant, der für 15 Cent ein Papier gekauft hat, das einen Nominalwert von einem Dollar hat.“¹²

Im Prinzip sind sich aber beide fast einig: Auf zwischenstaatlicher Ebene muss ein Mechanismus gefunden werden. Die Entscheidung des Supreme Court gestaltet künftige Umschuldungsverhandlungen sehr

schwierig. Denn die Lehre, die einige Investoren daraus ziehen könnten, lautet: Man braucht nur einen langen Atem und muss sich auf keinen Kompromiss einlassen. „Wenn Investoren wissen, sie haben eine Chance, über die Gerichte das ganze Geld zu kriegen, warum sollten sie bei einer Schuldenrestrukturierung mitmachen?“, fragt der ehemalige CEPAL-Chef Ocampo.¹³

Was, wenn Griechenland einen weiteren Schuldenerlass braucht? Oder Italien pleite geht? Oder Spanien? Was, wenn in einem solchen Fall die Pleitegeier aus der Investmentbranche zuschlagen? Und nicht mit sich verhandeln lassen?

Man stelle sich folgendes Szenario vor: Griechenland braucht einen weiteren Schuldenschnitt. Die griechischen Anleihen werden von Kleinanlegern, europäischen Banken und Regierungen sowie Hedgefonds gehalten. Die Kleinanleger, die Banken und die Regierungen einigen sich auf einen Verzicht von 50 Prozent ihrer Forderungen. Die Hedgefonds, die gerade einmal 5 Prozent der Papiere in ihrer Hand haben, machen nicht mit und bestehen darauf, dass der Nominalwert plus Zinsen bezahlt werden muss. Ein Gericht in London, wo die Papiere ausgegeben wurden, gibt ihnen Recht. Was dann? Die einfachste Lösung wäre es, die europäischen Regierungen würden die Hedgefonds auszahlen – eine besondere Form der Umverteilung, bei der die Steuerzah-

Das Urteil des Supreme Court erschwert künftige Umschuldungen

¹¹ Zweifel an der Funktionalität so genannter Collective Action Clauses (CACs) kommen vom IWF. International Monetary Funds: The Fund's lending framework and sovereign debt. Preliminary considerations, Washington, Juni 2014.

¹² Roberto Lavagna im Interview mit brand eins, 9/2011, S. 33.

¹³ José Antonio Ocampo: Guest post: implications of the US Supreme Court ruling on Argentina, beyondbricks, Financial Times, 23.6.2014.

ler die Renditen der Investoren überweisen.

Öffentliche vor privaten Interessen

Wie weiter? „Wir betreten Neuland“, kommentierte Lavagna das Urteil. „Es gibt keine vergleichbaren Fälle.“ Würde Argentinien NML voll auszahlen, müsste es dies auch gegenüber den anderen Gläubigern tun – was schwere soziale Folgen hätte. Private Gewinninteressen stünden über dem Interesse eines Staates, der für seine Bürger verantwortlich ist. Möglich ist auch eine weitere Runde Umschuldungsverhandlungen. Die könnte Monate oder Jahre dauern, in denen das Land wirtschaftlich auf der Stelle tritt. Es ist schwer zu sagen, wie es mit Argentinien und Elliott weitergehen soll. Es wird darüber spekuliert, ob argentinische Unternehmen den Hedgefonds auszahlen. „Wenn kein Deal zustande kommt, bedeutet das nicht das Ende der Welt“, sagt Aldo Ferrer, ein argentinischer Ökonom und früherer Wirtschaftsminister.

Aber es geht eben nicht nur um Argentinien. Olivier Blanchard, Chefökonom des IWF, sagte: „Die Welt wird dafür einen Preis zahlen.“¹⁴ Die International Capital Market Association arbeitet offenbar an Richtlinien, die Hedgefonds dazu zwingen könnten, an Umschuldungsoperationen teilzunehmen, wenn die Mehrheit der Investoren ihnen zustimmt. Ob dies Realität wird, ist aber offen.

Sicher ist: Die Welt ist ein klein wenig unübersichtlicher geworden – und man wundert sich, warum Weltbank und Währungsfonds so still bleiben und weshalb die Europäische Union nicht klar Stellung bezieht: Die Welt braucht ein Insolvenzrecht für Staaten. Ob dies in Form eines Schiedsgerichts geschaffen wird oder über bilaterale Verträge, ist letztlich zweitrangig.

Bei der Gestaltung der Regeln muss es darum gehen, ein Land so zu entschulden, dass dessen Wirtschaft wieder wachsen kann. Ziel der Regelungen muss also sein, dass eine Regierung funktionsfähig bleibt und der Verantwortung, die sie ihrer Bevölkerung gegenüber hat, gerecht werden kann. Kurz: Das öffentliche Interesse eines Staates muss in Krisensituationen schwerer wiegen als das private Interesse von Investoren. Gäbe es eine solche Regel bereits, müssten sich Elliott und Co. ein anderes Geschäftsfeld suchen.

Ein Land muss so entschuldet werden, dass Wachstum möglich ist



Dr. Ingo Malcher ist Redakteur bei *brand eins*. Zuvor war er zehn Jahre Korrespondent in Argentinien. 2008 erschien sein Buch „Tango Argentino. Porträt eines Landes“.

¹⁴ Zitiert nach Argentina: Unresolved debts, Financial Times, 6.8.2014.