



# Krimi in Athen

## Description

Griechenland: Die Verhandlungen über den Haircut bei griechischen Bonds ziehen sich in die Länge. Zwischenzeitlich hatte die griechische Regierung schon damit gedroht, einseitig per rückwirkendem Gesetz eine zwangsweise Umschuldung auf den Weg zu bringen. Davon ist jetzt nichts mehr zu hören.

Private Bond-Halter sehen ihr größtes Zugeständnis bei einem Verlust von etwa 65%. Der IWF wollte am zurückliegenden Freitag noch eine weitere Zinssenkung um 50 Basispunkte, was die Verluste auf mehr als 70% hoch treiben würde. Das aber wollen die privaten Gläubiger, in erster Linie Banken, nicht akzeptieren, jedenfalls nicht auf freiwilliger Basis. Sie sehen einen durchschnittlichen langfristigen Zins zwischen 3,8 und 4% als maximales Zugeständnis.

Manche Beobachter gehen davon aus, dass ein Staat einen großen rechtlichen Spielraum hat, also mehr oder weniger tun kann, was er will; die Bond-Halter hingegen hätten kaum Chancen, sich gegen solche Willkür zur Wehr zu setzen. Sie verweisen dabei darauf, dass es mittlerweile Tradition in Europa ist, zwischenstaatliche Verträge zu umgehen – siehe z.B. Maastrichter Verträge.

Einige Hedge Fonds haben erst vor kurzem begonnen, Griechen-Bonds zu kaufen. Da sie dies wahrscheinlich nicht im Zustand geistiger Umnachtung tun: Was steckt dahinter?

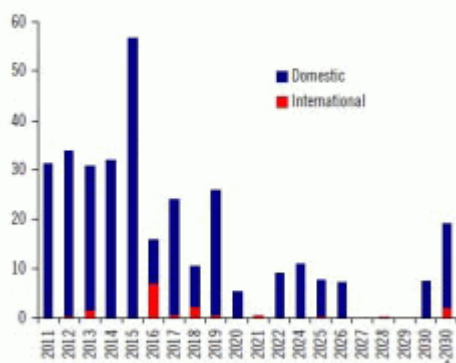
Die meisten der von Griechenland ausgegebenen Staatsanleihen beinhalten keine sogenannten Collective Action Clauses. Diese CACs legen für den Fall einer nachträglichen Änderung von Bond-Bedingungen fest, welche Zustimmungsquote der Bond-Halter erforderlich ist.

Gibt es solche CACs nicht, wie bei den meisten unter nationalem Recht ausgegebenen griechischen Bonds, gilt als Zustimmungsquote zwar in der Regel 100%. Der staatliche Emittent hat aber einen größeren Handlungsspielraum, weil die Bonds nationalem Recht unterliegen. So ist die griechische Regierung z.B. der Auffassung, einen Schuldenschnitt und/oder CACs rückwirkend festlegen zu können. Natürlich kann ein Kreditgeber dagegen klagen, aber er muss dies dann (zunächst) vor nationalen Gerichten tun – Erfolg unwahrscheinlich.

Die unter internationales, hier britisches, Recht fallenden, mit CACs versehenen griechischen Bonds legen Zustimmungsquoten von 66 bis 75% fest. Genau hierauf haben sich verschiedene Hedge-Fonds in den vergangenen Wochen eingekauft. Ihr Kalkül: Es reicht, eine Sperrminorität zu erwerben, um missliebige Beschlüsse verhindern zu können. Diese Sperrminorität kostet etwa 3 Mrd. Euro.

Es geht dabei nicht nur um den relativ geringen Anteil der Griechen-Bonds unter britischem Recht. Die Hedge Fonds rechnen sich gute Chancen aus, mit ihrer Sperrminorität die gesamte Restrukturierung von etwa 240 Mrd. Euro ausstehenden Bonds kontrollieren zu können.

Figure 2. Maturity profile of Greek debt, €bn



Source: CIRA, Bloomberg

Dabei werden unterschiedliche Argumentationslinien aufgebaut. Bei einer läuft es darauf hinaus, dass Bond-Halter nicht ungleich behandelt werden dürfen, also günstige Regelungen, die mittels Sperrminorität bei Bonds nach britischem Recht erzielt wurden, auf die übrigen Bonds übertragen werden müssen. Ein weiterer Ansatzpunkt ist es, anzugreifen, dass die EZB als größter Anteilseigner griechischer Staatsanleihen nicht belastet werden soll. Auch die Frage der Zulässigkeit einer Rückwirkung bei einem staatlich verordneten Schuldenschnitt ist ein möglicher Punkt, ebenso mögliche Verstöße gegen Eigentums- und Menschenrechte. Letztlich soll der sich jetzt abzeichnende Haircut von mehr als 60% durchkreuzt und eine deutlich geringere Quote erzielt werden.

Bestimmte Hedge Fonds haben sich auf solche Fälle spezialisiert und ziehen vor internationale Gerichte. Die Erfahrungen aus ähnlich gelagerten Fällen der zurückliegenden 20 Jahre gibt solchen Strategien recht: Die Kläger haben im Durchschnitt zwischen dem 3- und dem 20-fachen ihres Einsatzes zugesprochen bekommen – netto. Und wenn der zur Zahlung verurteilte staatliche Schuldner nicht freiwillig zahlt, setzen sie ihre Ansprüche per Pfändung von Eigentum oder von Zahlungen an Dritte durch.

Es ist keine griechische Spezialität, Bonds ohne CACs ausgegeben zu haben. Die meisten europäischen Staaten haben dies so gehalten. Und so dürfte die Aktivität gewisser Hedge Fonds bei Griechenland auch nur ein „Warmlaufen“ sein. Und das macht die Geschichte so brisant. Es geht um eine Schuldensumme der PIIGS von 2,1 Bill. Euro, aufgeteilt in Schulden nach nicht-lokalem Recht in Höhe von 1,3 Bill. Euro und 800 Mrd. Euro nach lokalem Recht.

	Notional Issued Under Law That Is:		
	Local	Non-Local	Total
Portugal	€ 78,924,050,260	€ 25,087,400,000	€ 104,011,450,260
Italy	282,335,270,209	879,336,698,966	1,161,671,969,176
Ireland	54,430,133,070	37,433,512,000	91,863,647,070
Greece	199,887,732,882	42,606,782,032	242,584,534,914
Spain	186,704,770,000	317,643,341,000	504,350,111,000
<b>Total PIIGS:</b>	<b>€ 892,281,978,421</b>	<b>€ 1,302,199,733,998</b>	<b>€ 2,194,481,712,419</b>
<b>% of Total:</b>	<b>38.1%</b>	<b>61.9%</b>	

Source: Bloomberg, Zero Hedge



Zurück zu Griechenland: Eine Bedingung für die Teilnahme des IWF an weiteren Griechenland-Hilfen ist, dass sich genug Investoren an einem Schuldenschnitt beteiligen. Dabei wird ein Verzicht der privaten Gläubiger von rund 100 Mrd. Euro angepeilt. Bei einem Haircut von 50% müsste eine Beteiligungsquote von 90% erreicht werden. Stimmen weniger Gläubiger zu, müsste die Lücke entweder durch einen höheren Schuldenschnitt oder durch Zahlungen von den Euro-Partnern geschlossen werden.

Die Angaben zum Thema "Hedge Fonds" beruhen auf dieser [sehr ausführlichen Quelle](#)

**Nachtrag:**

(24.1.12) Die Finanzminister der Eurozone wollen, dass Griechenland mit den privaten Gläubigern eine Vereinbarung erreicht, bei der der durchschnittliche Zinssatz klar unter 4 Prozent (bei 3,5%) liegt. Das griechische Finanzministerium hat angekündigt, dass es den privaten Gläubigern voraussichtlich am 13. Februar ein offizielles Angebot vorlegen wird.

(23.3.12) [Hier](#) finden sie neue Informationen zum Stand der Hedgefonds-Aktivitäten in Bezug auf Griechenland.