

Hedge-Funds nehmen bankrotte Länder ins Visier

Staatspleiten als Geschäftsidee

Christiane Hanna Henkel, New York 11. Juli 2014



Der Hedge-Fund Elliott Management setzt Argentinien's Wirtschaftsminister Axel Kicillof (Bild) unter Druck.
(Bild: Peter Foley / EPA)

Immer öfter mischen sich Hedge-Funds in den Umschuldungsprozess von zahlungsunfähigen Staaten ein – nicht ohne weitreichende Konsequenzen, wie das Beispiel von Argentinien und dem «Geier-Fonds» Elliott Management zeigt.

Möglicherweise wird Argentinien zum Ende des Monats erneut in den Staatsbankrott taumeln. Das Land hat nicht genug Geld, um die Forderungen seiner Schuldner zu bedienen. Nachdem Argentinien im Jahr 2001 in die Zahlungsunfähigkeit gerauscht ist und dem Land im Zuge einer Umschuldung dann rund zwei Drittel der Schulden erlassen worden sind, steht das südamerikanische Land nun wieder vor dem Bankrott. Das ist das Werk vornehmlich eines einzigen Mannes: Paul Singer, Gründer und Chef des amerikanischen Hedge-Fund Elliott Management.

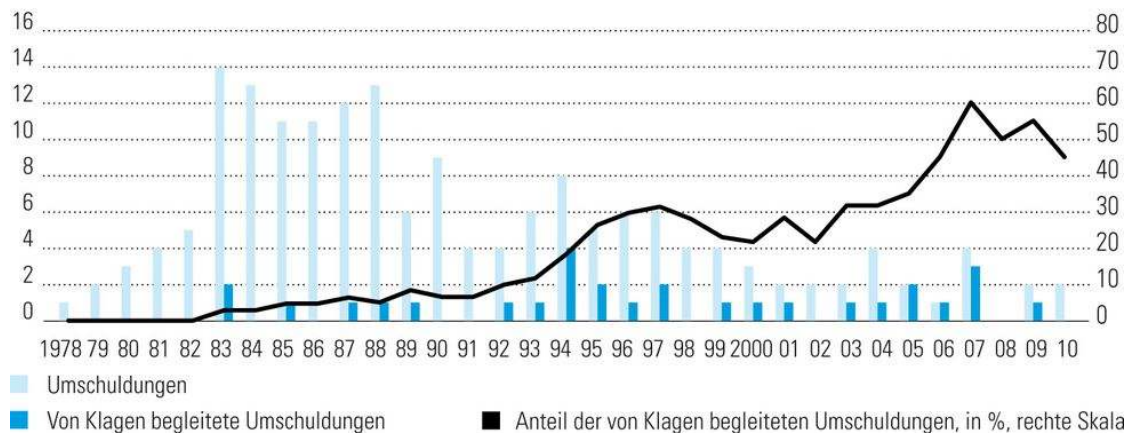
Volles Risiko eingehen

Singer hatte in den Jahren nach Argentinien's Default via den zu seinem Hedge-Fund gehörenden Fund NML Capital die damals nahezu wertlosen Staatspapiere Argentinien's aufgekauft. Für die Bonds mit einem Nennwert über 800 Mio. \$ hatte Singer lediglich 48 Mio. \$ bezahlt oder rund 6 Cent je Dollar. An den folgenden Umschuldungen beteiligte er sich nicht, obwohl das für ihn vorteilhaft gewesen wäre. Immerhin erhalten die Obligationäre rund 30 Cent je Dollar. Doch Singer ging damals aufs Ganze. Er holte weitere auf notleidende Staatskredite spezialisierte Investoren ins Boot, wie etwa den von einem langjährigen Mitarbeiter geführten

Hedge-Fund Aurelius Capital. Auch schlossen sich ihm eine Reihe privater Investoren aus Argentinien sowie aus Europa an, darunter viele Kleinsparer; diese «Holdouts» hatten sich an der vorherigen Umschuldung nicht beteiligt und hofften nun – mit einem mächtigen amerikanischen Hedge-Fund an ihrer Seite –, ihr ursprüngliches Recht auf die Auszahlung von 100% des Nennwertes durchsetzen zu können.

Singer zieht im Namen der anderen Altgläubiger vor Gericht, und zwar in New York, das als Gerichtsstandort für die Bonds festgelegt worden war. Und nach einem zähen, mehr als zehn Jahre dauernden Kampf legt schliesslich ein Richterspruch im Juni diesen Jahres endgültig fest: Argentinien muss Singer und den Mitklägern 100% des Nennwertes oder rund 1,3 Mrd. \$ plus 200 Mio. \$ an Zinsen ausbezahlen. Der Richterspruch zwingt Argentinien dazu, in dem Moment, wenn es Geld an seine Bond-Halter überweist, auch die Altgläubiger zu bedienen. Das ist insofern von Bedeutung, als Argentiniens Präsidentin Cristina Kirchner die Altgläubiger als «Geier» und «Leichenfledder» abqualifiziert hat, die sich am Elend des Landes laben wollten. Singer hatte über Jahre vergeblich versucht, mittels Pfändungen von ausserhalb Argentiniens befindlichem Staatseigentum seine Forderungen einzutreiben. Erst das jüngste Gerichtsurteil zwingt Argentinien nun zu zahlen. Da dem Land derzeit aber die Mittel fehlen, steuert es erneut in Richtung Zahlungsunfähigkeit – es sei denn, Singer und Argentinien einigen sich auf dem Verhandlungswege.

Zunehmende Klagen bei Staatsumschuldungen



QUELLE: «SOVEREIGN DEFAULTS IN COURTS» VON JULIAN SCHUMACHER, CHRISTOPH TREBESCH UND HENRIK ENDERLEIN, 2014 NZZ-INFOGRAFIK/lea.

Für Singer ist es nicht das erste Mal, dass er die oberste Politikerriege eines Landes gegen sich aufgebracht hat. In den neunziger Jahren etwa hatte er für 21 Mio. \$ Bonds des sich in der Umschuldung befindlichen Peru gekauft und verklagte dann den Andenstaat in den folgenden Jahren erfolgreich auf volle Rückzahlung des Nennwertes. Ähnlich ging Singer im Fall von Panama vor. Hier konnte er die investierten rund 29 Mio. \$ schätzungsweise mehr als verdoppeln. Später zog er gegen die Republik Kongo zu Felde; aus 20 Mio. \$ wurden auf dem Gerichtsweg 90 Mio. \$.

Elliott gehört zu den Pionieren in dem Bereich der notleidenden Staatspapiere als Investitionsobjekt. Und während noch immer die Mehrheit der Umschuldungen relativ glatt über die Bühne geht und es kaum die Umschuldung ablehnende Anleger und Klagen gibt, hat das Beispiel Elliott Schule gemacht: Immer öfter versuchen Hedge-Funds und andere Anleger von einer Umschuldung mit der Doppelstrategie von Umschuldungsverweigerung und Klage zu profitieren. Das jedenfalls haben deutsche Wissenschaftler in einer Studie jüngst festgestellt.* Demnach werden seit Mitte der neunziger Jahre Umschuldungen verstärkt von Klagen begleitet (siehe Grafik).

Das hat schwerwiegende Folgen. Der Umschuldungsprozess werde, so die Autoren der Studien, in die Länge gezogen und auch unberechenbarer; oftmals etwa würde er von medienwirksamen Pfändungen von Staatseigentum begleitet. Auch könnte die Handelstätigkeit der überschuldeten Staaten beeinträchtigt werden; die Autoren weisen auf den Fall der Republik Kongo hin, bei dem die klagenden Gläubiger gerichtlich die Erdöl-Exporte blockieren liessen. Zudem könnte Staaten nach der Umschuldung zum Teil noch Jahre der Zugang zu den Kapitalmärkten versperrt bleiben, da es für potenzielle Bond-Investoren nicht absehbar sei, welche Forderungen die Altgläubiger erheben und durchsetzen können.

Geier oder Helden?

Aus den Ergebnissen der Studie und generell aus dem Fall Argentinien leiten Experten denn auch einen gewissen Regulierungsbedarf bezüglich der Abwicklung von Umschuldungen ab. Investoren wie Singer und seinen Hedge-Fund als Störenfriede abzutun oder gar als «Geier» oder «Leichenfledderer» zu verunglimpfen, würde aber zu kurz greifen. Staaten geraten selten unverschuldet in die Zahlungsunfähigkeit. Dahinter stehen meistens Korruption, Missmanagement und Verschwendungssucht. Investoren werden für dieses Risiko zwar über entsprechende Bond-Renditen entschädigt. Darüber hinaus hatten die Gläubiger bisher nicht viel in der Hand, da es anders als beim Unternehmenskonkurs ja keine Aktiva aufzuteilen gibt und auch Pfändungen kein Druckmittel sind. Der Fall Elliott und Argentinien hat nun aber gezeigt, dass Anleger sehr wohl ihre Rechte durchsetzen können. An Nachahmern dürfte es künftig nicht mangeln.

Julian Schumacher, Christoph Trebesch, Henrik Enderlein: Sovereign Defaults in Court. May 6, 2014.