

# Argentinien Special Focus

Jänner 2004

## Argentinens Umschuldung - "Terminator-3"?

### ■ Zusammenfassung

Die absolute Weigerung Argentiniens, sich seinen vertraglichen Verpflichtungen zu stellen und vernünftige Verhandlungen zu beginnen, ohne "mit vorgehaltener Pistole" dazu gezwungen zu werden, erschwert künftige Umschuldungsgespräche und könnte deren Dauer auf unabsehbare Zeit hinauszögern.

Nach einem Blick auf die bisherigen Maßnahmen des Internationalen Währungsfonds im Zusammenhang mit Argentinien können wir die Anleger nur warnen: "Der IWF ist keinesfalls Ihr Verbündeter, sondern nur ein weiterer vergraulter Gläubiger, der versucht, sich in der Schlage der Gläubiger vor Sie zu schwindeln. Traurig, aber wahr!".

Wirtschaftlich gesehen kann es sich Argentinien ohne weiteres leisten, mehr zurückzuzahlen, als Buenos Aires behauptet, und das Land sollte tatsächlich dazu gezwungen werden. Überzeugen Sie sich selbst!

Wir finden keinen Grund, warum Argentinien sich ohne Zwang entschließen sollte, sein Angebot von Dubai aufzubessern. Da werden die Gläubiger wohl mit der Peitsche statt mit dem Zuckerbrot arbeiten müssen. Doch es gibt nichts Neues unter der Sonne.

Im vergangenen Jahr zogen die Nachrichten über die Klage des Vulture Fonds EM Ltd. gegen Argentinien viel Aufmerksamkeit verbitterter Anleger auf sich.

Die Debatte über die berühmte "pari passu" Klausel kreist um deren rechtliche Interpretation. Bisher zeichnen sich zwei, eine engere und eine weitere Auslegung, ab.

Mögliche Folgen der "pari-passu"-Geschichte oder wie wir sie sehen.

Wir glauben, es könnte praktisch sehr schwierig werden, argentinische Zahlungen an den IWF und andere multilaterale Organisationen zu beschlagnahmen.

Endlich hat nun ein US-Richter eine Sammelklage zugelassen. Lesen Sie mehr in unserem Bericht.

Der Zusammenschluss von GCAB by ABRA, TFA, ABC und betroffenen japanischen Banken war ein richtiger Schritt, und die Mitglieder dieser Organisationen werden in kommenden Gesprächen sicherlich eine bessere Hebelwirkung erzielen.

Gegenwärtig kursieren unter den Privatanlegern Vorstellungen über einen maximalen Verlust von 35% des NPV, wir gehen sicherheits- halber von 50% aus.

#### Analyst

Gintaras Shlizhyus  
☎ +43 1 71707-1343  
gintaras.shlizhyus@rzb.at

## Kein Wein, keine Steaks

Obwohl Argentinien nun schon etwas mehr als zwei Jahre in Zahlungsverzug ist, scheint sich immer noch kaum etwas zu bewegen und letztlich ist überhaupt unklar, wohin die Reise gehen soll. Wir möchten Ihnen nun unsere Bewertung der zahlreichen Ereignisse präsentieren, die in dieser unendlichen Schuldengeschichte eine Rolle gespielt haben. Eine Schlussfolgerung lässt sich wohl schon zu Beginn ziehen, nämlich dass wir die Zahlungs-Aversion Argentiniens eindeutig unterschätzt haben. Natürlich muss die vollkommene Weigerung des Landes, sich seinen vertraglichen Verpflichtungen zu stellen und sinnvolle Verhandlungen zu beginnen, sofern es nicht "mit vorgehaltener Pistole" dazu gezwungen wird, alle Umschuldungsgespräche erschweren und wird diese wohl auch auf unbestimmte Zeit in die Länge ziehen. Früher einmal vom Internationalen Währungsfonds und einigen Regierungen der G7 als leuchtendes Beispiel für andere Emerging Markets dargestellt, entpuppt sich Argentinien nun als eine Art Worst Case Szenario für die Finanzwelt.

## Der IWF und Argentinien - die Lizenz zum "Banditentum"?

Wie wir bereits im vergangenen Jahr nicht anders erwarten konnten, hat der IWF vor der "Banditen"-Position Argentiniens, die erst kürzlich wieder von einem Top-Politiker des Landes, nämlich Präsident Kirchner unmissverständlich bekräftigt wurde, kapituliert. Kirchner sagte wörtlich folgendes: "Argentinien wird die nächste Zahlung an den IWF (sie wäre am 9. März fällig) nur dann leisten, wenn die zweite Prüfung der argentinischen Vereinbarung mit dem IWF bis zu diesem Zeitpunkt von den Gremien [des IWF] abgesegnet ist." Klingt doch cool, oder? Nun, egal ob Sie es glauben oder nicht, der IWF scheint die "Kröte" geschluckt und sich dem "Angebot, das du einfach nicht ablehnen kannst", gebeugt zu haben. Unnötig zu betonen, dass dieser Umstand im vergangenen September spürbar wurde, als Argentinien mit seinen dem Fonds geschuldeten Zahlungen "technisch" in Verzug geriet. Es dauerte nur einen Tag, und der Fonds gewährte Buenos Aires, was es wollte. Denken Sie nur daran, dass der IWF zuvor einen Deal mit Argentinien bewilligt hatte, der einen mageren Primärüberschuss von 3% des BIP für 2003 vorsah und die Ziele für die Jahre 2004-2005 durchaus im Unklaren ließ. Insgesamt signalisierte der IWF seinem Schuldner, dass der primäre Budgetüberschuss und somit der Betrag, den das Land zu zahlen bereit ist, um seine aushaftenden Schulden bei privaten Gläubigern zu

begleichen, von der Bereitschaft des Landes, sich zu benehmen, abhängen würde. Entgegen seiner eigenen Politik entsprach der Fonds schließlich dem Wunsch Argentiniens, die privaten Gläubiger ordentlich zu melken und ihnen nur wenige Cent von einem investierten Dollar zu bezahlen. Und zusätzlich verletzte der Fonds nach Meinung vieler Außenstehender, möglicherweise auch von Washington DC, seine eigenen Regeln, wonach keine Darlehen an insolvente Staaten vergeben werden dürfen, die sich weigern, "im guten Glauben" über unerfüllte Zahlungsverpflichtungen zu verhandeln. Es sieht so aus, als hätte der IWF größere Angst vor einem möglichen Zahlungsverzug Argentiniens im Zusammenhang mit den IWF-Darlehen, während die US-Regierung auf Grund ihrer politischen Interessen in Lateinamerika agiert. Es scheint also, als wäre der IWF mit roher Gewalt dazu gezwungen worden, Darlehen an dieses insolvente Land zu vergeben, nachdem Argentinien gedroht hatte, nicht zu zahlen, und als sei er zugleich der US-Politik zum Opfer gefallen. Daher musste unabhängig davon, was der Fonds zu seiner Verteidigung auch vorbrachte, seine Glaubwürdigkeit leiden, jedenfalls in den Augen der Anlegergemeinde. Nach einem kurzen Rückblick auf die wechselhafte Geschichte zwischen IWF und Argentinien müssen wir die Investoren daher warnen: "Der IWF ist in diesem 'Ladrónes'<sup>1</sup>-Spiel natürlich nicht Ihr Verbündeter, sondern nur ein weiterer vergrämter Gläubiger, der sich in der langen Schlange der Gläubiger nach vorn schwindeln möchte. Tut uns ehrlich leid, Sie enttäuschen zu müssen".

## Argentiniens Angebot in Dubai - einfach unannehmbar!!!

Ganz offensichtlich gestärkt durch die "Kapitulation" des IWF Ende September 2003 flog die Delegation der argentinischen Regierung nach Dubai und legte dort ihr lange erwartetes Umschuldungsangebot vor. Wie Sie ja bereits wissen, kam bei diesem Anlass zum offensichtlichen Schaden auch noch der Spott dazu. Kurz gefasst schlug Argentinien einen Schuldennachlass von 75% des Kapitals aller aushaftenden Schulden vor, weigerte sich, irgendwelche Voraus-

1 "Ladrón" bedeutet im Spanischen wörtlich "Dieb". Nach dem Zahlungsverzug und der unfairen Behandlung der Gläubiger Argentiniens (von denen viele kleine europäische Privatanleger und Pensionisten sind, die in diesem argentinischen Alptraum ihre Ersparnisse verloren haben) benutzten einige italienische und spanische Privatanleger dieses Wort, "ladrón" (ladro), um ihre Ansichten über die Glaubwürdigkeit argentinischer Politiker auszudrücken. Wir stehen einem solchen "Urteil" neutral gegenüber, möchten Ihnen aber nicht vorenthalten, was manche der Argentinien-Gläubiger empfinden.

zahlungen zu leisten, ignorierte kühl die bereits fälligen Zinsen (PDI) und bot Anleihezinsen unter dem Marktwert und mit einer Laufzeit von 20-42 Jahren an. Viele Banken ließen daraufhin die Rechenmaschinen heiß laufen und kamen zu der ohnehin nahe liegenden Schlussfolgerung, dass dieser Vorschlag von jedem investierten Dollar nur 5 bis 10 Cent übrig lassen würde. Tatsächlich würden alle drei in Dubai angebotenen Schuldentilgungs-Instrumente die Anleger im Regen, oder, konkreter ausgedrückt, mit wenigen Cent pro investiertem US-Dollar oder Euro in der Tasche stehen lassen. Müssen wir eigens betonen, dass dieses Angebot von praktisch allen Gläubiger-Vereinigungen und Einzelgläubigern Argentiniens schlicht zurückgewiesen wurde? Manche der Darlehensgeber fühlten sich einfach frustriert, während andere immer noch auf ein besseres Angebot hofften. Auch wenn man vielleicht gedacht hatte, dass Argentinien nur deshalb ein so durch und durch indiskutables Angebot vorgelegt hatte, um seine Verhandlungsgrundlagen zu verbessern, und dass das Land noch ein deutlich besseres Angebot im Ärmel haben müsste, so zeigten die jüngsten Ereignisse, dass Argentinien längst den Weg einer unilateralistischen Politik eingeschlagen hat und die Gläubigerinteressen im Großen und Ganzen einfach ignoriert. Argentinische Behördenvertreter warnten außerdem die Gläubiger, sie sollten verhandeln anstatt den Rechtsweg zu beschreiten, obwohl dies ziemlich lächerlich klang, bedenkt man das einer offenen Konfiszierung gleichkommende Angebot, das sie es zuvor auf den Tisch gelegt hatten. Eine Fußnote noch zu einem witzigen Cartoon, das in einem Artikel einer Lokalzeitung über die Schuldenverhandlungen des Russian-London Club erschien und folgende Textzeile enthielt: "Das Versprechen auf künftige Würstzuteilungen ist jedenfalls besser als gar keine Wurst". Im Fall Argentiniens wurde leider bisher noch nicht einmal ein vernünftiges Versprechen auf eine "künftige Würstzuteilung" abgegeben. So besehen würden wir den Schluss ziehen, dass Argentinien, sollte es von seinen Gläubigern nicht ins Eck gedrängt werden, möglicherweise keine Verbesserung seines bisherigen verheerenden Angebotes ins Auge fassen wird.

### ■ Die Kluft zwischen wirtschaftlicher Realität und den Argumenten Argentiniens

In der Argumentation, warum Argentinien nicht mehr als das gegenwärtige Angebot zahlen könne, kam wieder einmal wie schon so oft das Thema "Witwen und Waisen" ins Spiel. Die Vertreter des Landes wiesen Spekulationen zurück, wonach die

laufenden Verbesserungen der Volkswirtschaft des Landes auch eine bessere Behandlung der Gläubiger möglich machen würden, und sie beriefen sich auf den sozialen Druck, der ihnen leider jede Freundlichkeit und Höflichkeit gegenüber den Gläubigern unmöglich mache". Aber, und das haben wir schon mehrfach betont, das Argument der "Witwen und Waisen" hält nicht stand, sobald man einen Blick auf die Wirtschaftsdaten wirft. Hier sehen wir, dass die argentinischen "Witwen und Waisen" im vergangenen Jahr doch ein wenig "fetter" wurden, ist doch die Wirtschaft um knapp 8% gewachsen, während zugleich die Inflation auf einen tiefen Wert von 4% zurückging und die positive Leistungsbilanz den Stand an Devisenreserven erhöhte. Außerdem erlaubte das gesunde Wirtschaftswachstum der argentinischen Regierung immerhin, sich einen rekordverdächtigen primären Budgetüberschuss zu sichern und Teile davon bereits für höhere Sozialausgaben an die "Witwen und Waisen" vorzusehen. Wenn man überlegt, wie reich die "Witwen und Waisen" denn tatsächlich sind, muss gesagt werden, dass das argentinische Pro-Kopf-BIP (man könnte auch sagen der Wohlstand pro Kopf) immer noch weit unter dem Niveau von vor der Krise liegt (so betrug es im Jahr 2000 knapp 8000 US-Dollar). Doch 2003 erreichte das argentinische Pro-Kopf-BIP wieder das Äquivalent von rund 3.400 USD, ein hübscher Anstieg gegenüber den zuletzt USD 2.800. Damit braucht Argentinien den Vergleich mit Brasilien nicht mehr zu scheuen, das 2.900 USD pro Kopf erzielt, wobei aber Brasilien trotz einiger Schwierigkeiten in der jüngeren Vergangenheit seinen Schuldnerverpflichtungen weiterhin nachkommt. Wenn wir heute den Forderungen der argentinischen "Witwen und Waisen" einfach nachgeben, warum sollten wir dann den brasilianischen "Witwen und Waisen" nicht ähnliche Wohltaten angedeihen lassen, wenn die doch mit einem ähnlichen Einkommen ihr Auslangen finden müssen und nun vielleicht auf ihre argentinischen Nachbarn neidisch werden. Doch hoffen wir, dass unser Galgenhumor nicht traurige Realität wird. Für uns ist klar, dass sich Argentinien wirtschaftlich betrachtet die Rückzahlung eines größeren Teils seiner Schulden leisten kann, als es gegenwärtig zugibt, und dass man das Land dazu zwingen sollte. Unabhängig von den frommen Wünschen argentinischer Staatsvertreter gilt es, sich eine einfache Tatsache vor Augen zu halten: Argentinien ist keineswegs ein ganz armes Land; es ist nicht ärmer als das benachbarte Brasilien, und wenn Argentinien eine adäquate Rückzahlung verweigert, so hat dies nichts mit seinen "Witwen und Waisen" zu tun, die wahrscheinlich selbst

längst jeden Glauben an ihre Politiker verloren haben (wer sprach hier von 'Ladrónes'? Wir jedenfalls nicht!). Weigert sich Argentinien, sein primäres Budgetüberschussziel höher anzusetzen, um seinen Gläubigern keine höhere Schuldentilgung anbieten zu müssen, so ist dies eher ein Signal für die mangelnde Bereitschaft als für die Unfähigkeit des Landes, etwas mehr Geld in die Hand zu nehmen.

## ■ **Zeig ihnen die Peitsche, lass das Zuckerbrot in der Tasche!**

Da Argentinien nun eine Politik eingeschlagen hat, mit der es seine absolute Ablehnung von Zahlungen oder Verhandlungen im guten Glauben demonstriert, sehen wir eigentlich keinen Grund, warum das Land beschließen sollte, sein Angebot aus Dubai zu verbessern, sofern die Gläubiger nicht eine wirklich effektive Peitsche ins Spiel bringen. Wie die Dinge heute stehen, scheint es, als könnte diese Peitsche bei den besonders klagefreudigen Gläubigern zu suchen sein, weil deren Verfahren Präzedenzfälle auch für andere schaffen könnten. Es ist jedoch ziemlich klar, dass Argentinien ohne echte Angst vor den Klagen seiner Gläubiger nie in die Versuchung geraten wird, ein besseres Angebot vorzulegen, während jeder Verzicht der klagenden Gläubiger, argentinisches Vermögen zu pfänden, Argentinien in seinem räuberischen Ansatz unterstützen wird. Der Schuldenkampf verlagert sich derzeit nach und nach in die Gerichtssäle, parallel zu anhaltenden Bemühungen großer Investorengruppen, einen sinnvollen (keinen enteignenden oder unilateralen) Deal auszuhandeln. Womit Argentinien in diesem Sinne gedroht wird, ist eine allgemeine Patt-situation, wenn große Anlegergruppen ohne Verhandlungsergebnis bleiben und ebenfalls beginnen, rechtliche Schritte zu erwägen. Solange eine solche Taktik von einer Mindestanzahl solcher Betroffener mit genügend hohen aushaftenden Verbindlichkeiten ausgeht, um den Schuldner ins Eck zu drängen, wird die größere Zahl der Gläubiger mit geringeren Chancen dazu übergehen müssen, finanzielle und andere kommerziell verwertbare Vermögenswerte Argentiniens im Ausland zu pfänden. Trotzdem - je mehr unbefriedigte Gläubiger übrig bleiben, desto geringer die Chance, dass Argentinien umschulden muss. Ohne sein Angebot zu verbessern, wird das Land sein Schulden-Puzzle nicht lösen können, und immer mehr Gläubiger werden bereit sein, in die Fußstapfen derjenigen zu treten, die lieber früher als später vor Gericht ziehen. Argentinien wird es daher riskieren, auch in den kommenden Jahren im Verzug zu bleiben, wenn es dies möchte. Bisher

sieht es nämlich immer noch so aus, als zeigten viele Großgläubiger immer noch Geduld und versuchten, möglichst höflich mit Argentinien umzugehen und das Land an den Verhandlungstisch zu laden. Doch Argentinien hat mit Ausnahme seines Erscheinens vor einem Gericht in New York, wo das Land angesichts der Klagen einiger der besonders klagefreudigen Gläubiger Rede und Antwort stehen musste, noch keinerlei vernünftige Gespräche geführt.

## ■ **Gerichtsverfahren - 'Vulture culture' - Kultur der Geier?**

Im vergangenen Jahr fanden Nachrichten über das Verfahren des Vulture Fonds EM Ltd. gegen Argentinien unter den vergrämten Investoren gebührende Aufmerksamkeit. Der Fonds war vom amerikanischen Wirtschafts-Mogul Dart ins Leben gerufen worden und kaufte für einen Nennwert von etwa USD 700 Mio eine Serie der vom Default betroffenen argentinischen Anleihen. Nachdem er erfolglos Kontakt mit Argentinien aufgenommen hatte, reichte Dart, der seine aushaftenden Forderungen zur Gänze bezahlt sehen wollte, Klage bei einem Gericht des Southern District in New York ein, um den von Argentinien gemäß US-Recht ausgestellten Anleihevertrag durchzusetzen. Einige kleinere Investoren schlossen sich im Fall "Lightwater" der EM Ltd. Klage an. Die Kläger (auch Beschwerdeführer oder Streitparteien oder Antragsteller) brachten ihren Fall vor und beantragten beim Richter (dem Ehrenwerten Thomas Griesa), er möge der Klage gegen Argentinien stattgeben, in der die Kläger ein Urteil im abgekürzten Verurteilen ("summary judgment") gegen den Beklagten (Argentinien) anstreben. Dem Antrag wurde stattgegeben, doch der Antrag der beklagten Partei auf Aussetzung der Klage zunächst abgewiesen wurde. Im vergangenen Herbst erließ das Gericht dann die beantragten "summary judgments" zugunsten der Kläger und sprach ihnen das Recht zu, Anspruch auf die verwertbaren Vermögenswerte der argentinischen Regierung im Ausland zu erheben, urteilte also effektiv gegen Argentinien.

## ■ **Die Aussetzung des Urteils**

Allerdings gewährte der Richter Argentinien nach einem entsprechenden Antrag eine Aussetzung von

2 "Vulture Culture" ist eine Nummer aus dem gleichnamigen Album des Alan Parsons's Project.

Der Refrain beginnt mit den Worten: "Vulture culture - Use it or you lose it  
Vulture culture - Choose it or refuse it..."

Wer den gesamten Songtext herunterladen möchte, findet ihn auf folgender Seite: [http://www.songlyrics.com/song-lyrics/Alan\\_Parsons\\_Project/Vulture\\_Culture/Vulture\\_Culture/21235.html](http://www.songlyrics.com/song-lyrics/Alan_Parsons_Project/Vulture_Culture/Vulture_Culture/21235.html)

90 Tagen in der Durchsetzung des Urteils. Effektiv bedeutete diese Aussetzung eine Verzögerung der Eintreibungsmaßnahmen der Gläubiger. Der Richter ordnete dies an, um Argentinien Zeit einzuräumen, um ein Umschuldungsangebot zu unterbreiten, das die Kläger entweder annehmen oder ablehnen konnten. Eine weitere Aussetzung bis Ende Januar 2004 wurde Argentinien dann im vergangenen Dezember gewährt, obwohl der Richter erklärte, dass diese Aussetzung nun endgültig wäre, und der Anwalt Argentinien bestätigte, die beklagte Partei werde keine weitere Verlängerung der Aussetzung beantragen. Es ist daher sehr wahrscheinlich, dass mit dem Auslaufen der letzten Aussetzung des Urteils Ende Januar diese aufgehoben wird und die Gläubiger mit der Eintreibung beginnen und Forderungen auf die verwertbaren ausländischen Vermögenswerte Argentinien erheben können. In diesem Fall haben die Gläubiger das Recht, die Eintreibung einzuleiten, die während der Aussetzung nicht durchgesetzt werden konnte. Wir rechnen damit, dass ein allfälliger Antrag auf eine weitere Aussetzung vom Richter zurückgewiesen würde, insbesondere deshalb, weil Argentinien keinerlei Umschuldungsgespräche begonnen und keinen relevanten Fortschritt in dieser Sache gezeigt hat, seit die früheren Aussetzungen gewährt wurden. Es ist daher unwahrscheinlich, dass der Anwalt Argentinien einen Versuch zur neuerlichen Verlängerung der Aussetzung unternimmt. Trotzdem kann Argentinien bei einem Gericht höherer Instanz Einspruch einlegen, um Zeit zu gewinnen, doch wir glauben, dass das von Richter Griesa erlassene "summary judgment" einem solchen Einspruch standhalten würde.

### ■ **Wie findet man pfändbares Vermögen?**

Trotz der Aussetzung des Urteils erhielten die Kläger das Recht, mit der Ermittlung staatlicher argentinischer Vermögenswerte zu beginnen, die zur Begleichung des Schadens gepfändet werden könnten. Der Richter verpflichtete die beklagte Partei (d.h. Argentinien und seinen Anwalt), bei der Feststellung dieser Vermögenswerte behilflich zu sein und warnte, mangelnde Kooperation würde den Richter zwingen, selbst eine Person zur Überwachung des Vorgangs zu bestellen. Außerdem kann das Gericht, wie verfahrensrechtlich vorgeschrieben, wenn die beklagte Partei wegen Verheimlichung derartiger Vermögenswerte und/oder Verschleierung von Informationen darüber angeklagt wird, Sanktionen gegen sie verhängen und die entsprechende Vermögenssicherung durchsetzen. Bisher wurde einmal Mitte Januar die Fest-

stellung der Vermögenswerte angeordnet, und das Verfahren scheint langsam in Schwung zu kommen. Trotzdem dürfte sich der Prozess zur Vermögensfeststellung nach Auslaufen der Urteilsaussetzung am 30. Januar beschleunigen. Eine willkommene Gelegenheit für die Kläger. Auch neue Klagen sind zu erwarten, wenn die Jagd nach den argentinischen Vermögenswerten beginnt, weil die anderen Gläubiger fürchten könnten, dass sie nach der Feststellung der kommerziell verwertbaren Vermögenswerte der argentinischen Regierung (in diesem Fall in den USA) leer ausgehen könnten. Trotzdem wird die Aufgabe vielleicht schwieriger als gedacht, weil die argentinische Regierung vielleicht gar nicht genügend derartiges ausländisches Vermögen hat, auf das die Gläubiger zugreifen können. Die formalen Verfahren könnten daher nicht genügend Vermögen zur Befriedigung der Ansprüche der Kläger zutage fördern. Daher wurde über die Möglichkeit gesprochen, dass einige Kläger versuchen könnten, nicht nur die ausländischen Vermögenswerte Argentinien zu pfänden, sondern auch Zahlungen, die Argentinien an andere Gläubiger tätigt oder tätigen könnte, darunter multilaterale Darlehensgeber wie der IWF oder die Weltbank, zu ihrer Befriedigung heranzuziehen. Allerdings wäre eine Pfändung dieser Zahlungen ziemlich kompliziert und es ist unklar, ob den Gläubigern mit einem solchen Versuch Erfolg beschieden wäre oder nicht.

### ■ **Die wichtige "pari passu" Klausel**

Um das Problem mit der Pfändung der Zahlungen Argentinien an andere Gläubiger zu verstehen, müssen wir zunächst die "pari passu" Klausel und ihre Interpretation durch Anwälte und Rechtsberater erörtern. Tatsächlich gewinnt diese "pari passu" Klausel, die von einigen auch als "Gleichbehandlung aller Gläubiger" bezeichnet wird, nun eine zentrale Bedeutung. Bevor wir allerdings fortfahren, müssen wir unsere Leser wieder einmal darauf hinweisen, dass wir keine Rechtsexperten sind und alle unsere Überlegungen in juristischen Angelegenheiten nur vereinfachende Erklärungen sind und einfach nur Informationszwecken dienen. Parteien, die aktiv in die rechtlichen Schritte gegen Argentinien involviert sind, sollten professionelle juristische Beratung einholen und sich keinesfalls nur auf unsere Ansichten verlassen. Doch nun zum Thema selbst.

Die Anwälte Argentinien legten Richter Griesa einen Antrag vor, in dem sie eine Interpretation der "pari passu" Klausel forderten. Die beklagte Partei selbst dachte dabei an eine möglichst enge

Definition, die im Effekt die Bedrohung einer Pfändung der Zahlungen, die Argentinien an andere Gläubiger, einschließlich des IWF und anderer multilateraler Darlehensgeber tätigt, abwenden würde. Die beklagte Partei gab dazu an, ein Kläger der Partei Dart habe bereits seine Bereitschaft bekundet, derartige Zahlungen als eine Möglichkeit zu betrachten, wie er an sein Geld herankommen könne, und sie daher zu pfänden. Der Richter wies den Antrag Argentiniens jedoch ab und erklärte, dass bisher keiner der Gläubiger die Klärung der "pari passu" Klausel eingeklagt habe, um Argentinien von Zahlungen abzuhalten, und das Gericht daher die Frage nicht behandeln werde. Er verfügte außerdem, dass die Kläger dem Gericht 30 Tage im Voraus Mitteilung über ihre Absicht machen müssten, derartige Zahlungen zu pfänden. Obwohl das Gericht in der Sache also nicht entschied, glauben wir, dass es nur eine Frage der Zeit sein kann, bevor es dazu dann doch gezwungen ist. Das Problem wurde also nur verschoben und wird wieder auftauchen, falls und wenn die Kläger dem Gericht 30 Tage im Voraus Mitteilung über ihre Absicht machen, die Zahlungen der argentinischen Regierung zu pfänden.

Obwohl der argentinische Antrag abgelehnt wurde, hat die Frage der "pari passu" Klausel bereits zu hitzigen Debatten geführt. Öl ins Feuer goss zuletzt die Federal Reserve Bank in New York, die ein "Amicus Curiae Briefs" - eine Eingabe - machte, in der sie das Gericht ersuchte, die Risiken im Fall einer Definition der "pari passu" Klausel auf eine Weise zu erwägen, die es klagenden Gläubigern erlauben würde, Zahlungen zu beschlagnahmen, die Argentinien an andere Gläubiger tätigen sollte. Die Fed erklärte, die "Möglichkeit solcher Verfügungen würde eine Unsicherheit darüber heraufbeschwören, was die letztendliche Widmung von Zahlungen und Begleichungen im Allgemeinen betraf". Nach Meinung der Fed könnte dies die Zahlungssysteme einschließlich des internationalen "Fedwire" Systems unterminieren". Die US-Regierung brachte auch ein "Statement of Interests" ein, in dem sie den Richter ersuchte, gegen eine breitere Interpretation der in den argentinischen Schuldenverträgen enthaltenen "pari passu" Klausel zu entscheiden, die Staatliche Schuldner daran hindern würde, andere Zahlungen zu tätigen und eine Umschuldung beträchtlich verkomplizieren würde. Es gab die Ansicht, dass, falls es zu einer breiteren Auslegung kommen sollte, dies das Gegenteil eines Anreizes für viele Gläubiger schaffen würde, eine Abwicklung über den Umschuldungsprozess anzustreben, weil jeder kleine Gläubiger, der sich der Umschuldung

widersetzt, die Zahlungen Argentiniens beschlagnahmen könnte. Eine breitere Definition scheint auch die Interessen der US-Außenpolitik zu betreffen, was die Rolle der internationalen Finanzinstitutionen betrifft. Auch wenn eine solche gerichtliche Eingabe nicht verbindlich ist, berücksichtigen die US-Gerichte eine solche, wenn die Interessen der Vereinigten Staaten betroffen sind. Insofern haben die genannten, bei dem New Yorker Gericht eingebrachten Eingaben diesen ohnehin sehr komplizierten Fall noch komplexer gemacht.

Weil die "pari passu" Klausel in diesem Fall ein wichtiger Eckpunkt wird, werden wir zu klären versuchen, welche Probleme hinsichtlich ihrer Interpretation auftauchen können.

Die "pari passu" Klausel wird häufig angewendet und kommt in zahlreichen internationalen Darlehensverträgen vor, insbesondere in Verträgen über Staatsanleihen, soweit sie nicht besicherte Zahlungsverpflichtungen betreffen. Im Allgemeinen wird sie (wenn auch nicht exakt) als eine Klausel verstanden, die die Rechte der "Gleichbehandlung" von Gläubigern sichern soll, die Inhaber nicht besicherter Schuldtitel sind. Außerdem führt eine einfache Interpretation der Klausel zu der Schlussfolgerung, dass es einem in Verzug geratenen Schuldner im Fall einer solchen Vertragsklausel verboten ist, ausgewählte Gläubiger bevorzugt zu bedienen, wenn die Inhaber der entsprechenden Verträge nicht anteilmäßig (pro-rata) dieselben Zahlungen erhalten. Ausgehend von diesem Verständnis der Klausel argumentieren manche, dass sich "pari passu" anwenden ließe, um Argentinien daran zu hindern, seine überfälligen Schulden bei multilateralen Gläubigern zu bezahlen, ohne anteilmäßig zugleich die Inhaber der aushaftenden Schulden zu bedienen. Manche berufen sich auch auf die Möglichkeit, solche Zahlungen zu pfänden, sofern Argentinien sich nicht vertragskonform verhält. Doch was ist an all diesen Aussagen dran? Wir müssen klären, dass, weil wir eben keine Rechtsexperten sind, der Großteil unsers Wissens aus entsprechenden Dokumenten und Gutachten zum Thema stammt. Wir empfehlen etwa die Lektüre einer juristischen Studie der Harvard Law School, verfasst von Lee C. Buchheit und Jeremiah S. Pam mit dem Titel "The Parri Passu Clause In Sovereign Debt Instruments"<sup>3</sup>,

<sup>3</sup> Sie können sich das Dokument "The Parri Passu Clause In Sovereign Debt Instruments" - es handelt sich um ein Arbeitspapier der Harvard Law School (Autoren Lee C. Buchheit und Jeremiah S. Pam) - von der EMTA Website downloaden:  
[http://www.emta.org/keyper/Parri\\_Passu\\_Clause\\_in\\_Sovereign\\_Debt\\_Instruments%2012\\_11\\_03\\_working\\_draft.pdf](http://www.emta.org/keyper/Parri_Passu_Clause_in_Sovereign_Debt_Instruments%2012_11_03_working_draft.pdf)

die umfangreiche Informationen zum Thema bietet. Zwar sprechen sich die Autoren selbst für eine eng gefasste Interpretation des "pari passu" aus, doch sie präsentieren auch alternative Standpunkte.

Wie bereits erwähnt, tobt die Schlacht um die rechtliche Definition der "pari passu" Klausel.<sup>4</sup> Bisher scheinen dazu zwei Interpretationen - eine enger und eine weiter gefasste - auf.

### ■ Die enge Interpretation (nach Harvard Law School)

Aus dem, was wir bisher gelesen haben, ergibt sich, dass die eng gefasste Interpretation die Klausel so zu verstehen ist, dass sie für eine Gleichheit der rechtlichen Behandlung nicht besicherter Schulden des Emittenten sorgt. Sie verhindert, dass der Darlehensnehmer neue Verpflichtungen eingeht oder alte verändert, wodurch bestimmte Forderungen gegenüber den bestehenden Forderungen, deren Vereinbarung eine solche Klausel enthält, bevorrechtigt wären.<sup>5</sup> Dies ist wichtig, wenn eine Gesellschaft liquidiert wird und die Inhaber unbefriedigter Forderungen, für die die Klausel gilt, einen gerechten Anteil an den Vermögenswerten des Schuldners erhalten. Es hindert außerdem den Schuldner daran, seine Vermögenswerte selektiv zu widmen, um so spezifischen Gläubigern entgegen zu kommen, und es hindert den Schuldner an einer plötzlichen Änderung der Rangfolge seiner Verbindlichkeiten.<sup>6</sup> Die Pro-Argumente stammen aus Liquidationsverfahren von in Konkurs geratenen Unternehmen (Kapitel 11). Unseres Wissens besteht für Staatstitel keinerlei Konkurs- oder Liquidationsverfahren, und mangels eines solchen Verfahrens ist auch unklar, wie die "pari passu" Klausel für sie gelten sollte. Außerdem darf ein in Konkurs befindliches Unternehmen, das sich nicht in Liquidation befindet, andere Zahlungen vornehmen, sofern es damit nicht die rechtlichen Schuldvereinbarungen verletzt.

Den Autoren erscheint eigenartig, dass eine so wichtige Klausel wie "pari passu" in staatlichen Schuldvereinbarungen im typischen Fall nur drei Textzeilen umfasst und wesentliche Fragen wie das Verfahren zur Durchsetzung der Klausel nicht anspricht. Warum ist das so? Die Meinungen variieren von der Annahme, dass die Verfasser des

<sup>4</sup> Eine Fußnote aus "The Pari Passu Clause In Sovereign Debt Instruments":

\*\*\*Sub Specie Aeternitatis, oben, Anmerkung 3, unter 11 ("Die Tatsache, dass niemand wirklich zu wissen scheint, was die Klausel eigentlich bedeutet, jedenfalls im Zusammenhang mit einem Darlehen eines staatlichen Darlehensnehmers, hat nichts an ihrer Bekanntheit und Beliebtheit geändert..").\*\*\*

<sup>5</sup> Siehe Seite 2, "The Pari Passu Clause In Sovereign Debt Instruments"

<sup>6</sup> Siehe Seite 5, "The Pari Passu Clause In Sovereign Debt Instruments"

Vertrages möglicherweise die Absicht hatten, eine illegale Widmung staatlichen Vermögens und internationaler Reserven zu verhindern, bis hin zu der zynischen Ansicht, dass hier Ignoranz oder Unaufmerksamkeit der Verfasser es zugelassen haben, dass sich diese Klausel von grenzüberschreitenden Unternehmens-Schuldvereinbarungen hin zu staatlichen Schulden verschiebt.<sup>7</sup> Ob es uns gefällt oder nicht, die Verfasser haben hier nicht Unrecht. Der offensichtlichste Mangel besteht im Fehlen einer klaren Definition und relevanter Verfahren, um die Klausel durchzusetzen, und das führt zu Unsicherheiten bezüglich der Klausel selbst. Es erhebt sich auch die Frage, warum solche wichtigen Fragen von den Verfassern bis heute nicht detailliert behandelt wurden. Wenn es die "rechtliche Rangordnung" der nicht besicherten Schuldtitel ist, worum es bei der "pari passu" Klausel geht, dann kann sie nicht verwendet werden, um Zahlungen zu beschlagnahmen, die ein Schuldner gemäß laufenden Verträgen tätigen muss, sofern der Schuldner nicht überhaupt liquidiert wird (doch für Staatstitel wurde nie ein entsprechender Mechanismus entworfen). Die Klausel könnte es einem staatlichen Schuldner verbieten, seine Gläubiger rechtlich zu diskriminieren, doch ganz offensichtlich erlegt sie dem Schuldner keine Beschränkungen auf, wenn dieser keinem Liquidationsverfahren ausgesetzt ist, andere Zahlungen zu tätigen, und somit können solche Zahlungen von den klagenden Gläubigern auch nicht gepfändet werden.<sup>8</sup>

### ■ Breit gefasste Interpretation (belgisches Appellationsgericht)

Eine breite Interpretation der "pari passu" Klausel liefert uns das belgische Appellationsgericht im

<sup>7</sup> Siehe Seite 4, "The Pari Passu Clause In Sovereign Debt Instruments"  
<sup>8</sup> Fußnoten aus "The Pari Passu Clause In Sovereign Debt Instruments"

\*\*\*ENCYCLOPAEDIA OF BANKING LAW, F1204 (Sir Peter Cresswell et al. Hrsg., 2002) "[Eine] pari passu Klausel in staatlichen Darlehensverträgen soll primär die rechtliche Kennzeichnung von Erlösen der Regierung oder die gesetzliche Allokation nicht gerechtfertigter Geldmittel zu einem einzigen Gläubiger verhindern und richtet sich im Allgemeinen gegen rechtliche Maßnahmen, welche die Wirkung haben, bestimmte Gläubiger gegenüber anderen zu bevorzugen oder zwischen den Gläubigern unzulässiger Weise zu unterscheiden..".\*\*\*

\*\*\*Eurocurrency Loan Agreements, oben Anmerkung 3, unter 83 ("Schließlich kann ein Darlehensgeber, der nicht bezahlt wird, während die Darlehen bei anderen Gläubigern befriedigt werden, seine Beschwerde bezüglich Freiheit, Gleichheit oder Brüderlichkeit artikulieren, aber er sollte sich dabei nicht auf die pari passu Vereinbarung als Rechtsgrundlage für seine Enttäuschung beziehen. Diese Bestimmung sichert dem Gläubiger zu, dass sein Darlehen gegenüber den Ansprüchen anderer Gläubiger nicht benachteiligt wird, sollte der Darlehensnehmer in Konkurs geraten, doch es zwingt den solventen Darlehensnehmer nicht, anteilmäßige Zahlungen an alle Gläubiger zu tätigen..").\*\*\*

berühmten Fall Elliot Associates gegen die Banco de la Nacion (Peru). Nach Meinung des Gerichts, das zu Gunsten von Elliot entschied, ging die Grundvereinbarung über die Rückzahlung der Auslandsschulden Perus von der Annahme aus, "dass Gläubiger von einer "pari passu" Klausel profitieren, die ihrer Wirkung nach vorsieht, dass die Schuld anteilmäßig an alle Gläubiger zurückbezahlt werden muss."<sup>9</sup> Tatsächlich räumte das Gericht Elliot Associates das Recht ein, Zahlungen zu beschlagnahmen, die Peru an die Inhaber laufender Verträge über Euroclear tätigen sollte, wenn das Land nicht auch Zahlungen an Elliot leistete. So geriet Peru mit seinen laufenden Verbindlichkeiten in einen technischen Zahlungsverzug, doch das Land entschied sich zu einem Vergleich, anstatt in die Berufung zu gehen. Ein ähnlicher Fall, in dem an einem belgischen Gericht dasselbe Urteil erging, war der Fall LNC LLP gegen Nicaragua. Nach diversen Eingaben befand sich Nicaragua wieder einmal im Verzug mit seinen Zahlungen, weil das Land außerstande war, Zahlungen an andere Gläubiger zu tätigen, nachdem die Gelder in Euroclear blockiert worden waren. Beide Fälle schärften bei manchen Beobachtern des Marktes das Bewusstsein, dass solche Eingaben eine größere Zahl an Staaten dazu zwingen könnten, Wege zur Umgehung der Euroclear-Konten zu finden, was seinerseits die Euroclear-Position als Abwicklungszentralstelle für solche Verträge unterminieren könnte. Obwohl die Vertreter von Euroclear versuchten, derartige Spekulationen abzutun, stellten sie fest, dass der Fall Nicaragua in die Berufung ging.

Für die vergrämten europäischen Gläubiger Argentiniens klangen die Fälle von Elliot und LNC süßer als Honig, wobei viele Gläubiger eine Möglichkeit sahen, ähnliche Verfügungen gegen Argentinien zu erwirken, sollte das Land seine aushaftenden Schulden nicht begleichen. Während allerdings Peru nie gegen das Urteil berief, ging Nicaragua eben diesen Weg, und wir müssen daher erst noch auf die Ergebnisse warten. In der Zwischenzeit weisen Gegner der belgischen Gerichtsentscheidung auf die Tatsache hin, dass diese Verfügungen vom Gericht ohne Konsultierung der US-Gerichte ergangen waren, in deren Rechtsprechung die genannten Verträge aber fallen. Da außerdem ein Präzedenzfall mit säumigen staatlichen Schuldnern in den USA fehlt und kein US-Gericht bisher zugunsten einer breiteren Auslegung der Klausel entschieden hat, sagen manche Rechtsbeobachter, das belgische Gericht habe die "pari passu" Klausel falsch

interpretiert und zugleich einen unerwünschten Präzedenzfall geschaffen. Sollten die US-Gerichte anders entscheiden und das belgische Gericht seine Entscheidung aufrechterhalten, muss das Schisma in der Interpretation der Klausel klar zutage treten.

### ■ **Mögliche Konsequenzen aus der "pari-passu" Auslegung**

Da die US-Gerichte über die Interpretation der "pari passu" Klausel erst noch befinden müssen, prognostizieren wir als Amateure folgende mögliche Ergebnisse:

1) Das US-Gericht kann sich einer breiteren Auslegung verschließen und auf der Grundlage der engen Interpretation entscheiden, was den Klägern einen empfindlichen Schlag versetzen könnte. In diesem Fall wird die Verhandlungsposition Argentinien gestärkt, während die vergrämten amerikanischen Gläubiger entmutigt werden könnten, eine Regelung der Angelegenheit über die Gerichte anzustreben.

2) Das US-Gericht kann eine breitere Interpretation zulassen, aber relevante Anträge deshalb ablehnen, weil kein Verfahren zur Durchsetzung der Klausel existiert und es keine Präzedenzfälle in Konkurs geratener staatlicher Darlehensnehmer gibt. Die Gerichte werden vielleicht auch die von der Fed in New York und der US-Regierung vorgelegten Eingaben in Betracht ziehen, die sich gegen eine breite Interpretation aussprechen und warnen, diese könne die finanziellen Zahlungssysteme und die Interessen der US-Außenpolitik beeinträchtigen.

3) Das US-Gericht kann, obwohl dies unwahrscheinlich ist, selbst eine breite Interpretation der Klausel vornehmen. In diesem Fall gefährdet es die Verhandlungsposition Argentinien, weil jeder vergrämte Gläubiger es vorziehen könnte, sich an die Gerichte zu wenden, anstatt auf Umschuldungsvorschläge zu warten. Das kann eine Lawine von Klagen gegen Argentinien auslösen und Gläubiger entmutigen, die eher auf Verhandlungen als auch einen Rechtsstreit aus sind. Außerdem wären dadurch die Zahlungen Argentinien an den IWF und andere multilaterale Kreditgeber rechtlich gefährdet, obwohl ihr de facto bevorrechtigter Gläubigerstatus bestehen bliebe.

4) Das belgische Gericht kann weiterhin auf der breiten "pari passu" Interpretation beharren und so einen Präzedenzfall schaffen, wodurch Investoren vor Gericht, die von US-Gerichten "summary

<sup>9</sup> Siehe Seite 7, 'Die Parri Passu Klausel in staatlichen Schuldtiteln'

judgements" bekommen, eine entsprechende Durchsetzung vor europäischen, vornehmlich belgischen Gerichten anstreben. Sollte jedoch das belgische Gericht beschließen, die breite Auslegung aufzugeben, unterminiert es damit die eigenen Urteile in den Fällen Elliot und LNC.

In jedem Fall gibt es keinen klaren Hinweis darauf, wie sich die Dinge hinsichtlich der Interpretation der "pari passu" Klausel durch die Gerichte entwickeln werden. Es gilt hier festzustellen, dass die oben angeführten Schlussfolgerungen hinsichtlich möglicher Auslegungen von "pari passu" nur unsere eigene sehr bescheidene Meinung darstellen, während es keine Sicherheit über das geben kann, was uns die Zukunft bringt. Aus diesem Grund möchten wir die Leser zur Vorsicht mahnen, unsere Ausführungen möglichst nicht zum Nennwert zu nehmen - sehen sie besser einen Abschlag vor.

### **■ Pfändung von IWF-Zahlungen - Traum oder Realität?**

Was die argentinischen Zahlungen an den IWF betrifft, so glauben wir, dass in der Praxis kaum die Möglichkeit besteht, diese zu pfänden, sofern Argentinien keinen schwerwiegenden Fehler begeht. Es gibt einige Möglichkeiten, wie Argentinien und der IWF sicherstellen können, dass diese Zahlungen nicht blockiert werden und/oder in den Händen wütender Gläubiger landen. So kann Argentinien beispielsweise seine Zahlungen über Konten bei internationalen Institutionen wie der Bank for International Settlements (BIS) vornehmen. In diesem Fall müssen sich die Gläubiger bewusst sein, dass solche internationalen Organisationen wie die BIS, der IWF, die Weltbank und andere mehr, staatliche Immunität genießen. Das macht eine Pfändung oder Blockierung der argentinischen Zahlungen an diese Institutionen praktisch unmöglich. Was nun die Euroclear-Konten betrifft, so kann Argentinien einen Weg finden, sie zu umgehen, etwa indem ein Mechanismus gewählt wird, mit dem die Zahlungen direkt an die Gläubiger getätigt werden. Es ist jedoch heute praktisch unmöglich zu sagen, wie ein solcher Mechanismus funktioniert. Es kann dazu zahlreiche praktische Möglichkeiten geben, und wir kennen nicht viele von ihnen, aber eines ist klar, es kann in der Realität sehr schwierig werden, die Zahlungen Argentiniens an multilaterale Organisationen zu beschlagnahmen.

### **■ Endlich hat der US-Richter einer Sammelklage zugestimmt**

Eine ebenfalls interessante Entwicklung in der argentinischen Schulden-Saga war die Entscheidung des bereits erwähnten Richters Griesa, eine "Sammelklage" zuzulassen. Im vergangenen Sommer wies der Richter die Sammelklage noch zurück, indem er angab, die "Klägerklasse" sei schlecht definiert. Daraufhin spezifizierte der Kläger die Klassen (zwei argentinische Global Bonds mit Fälligkeiten 2009 und 2017), und daraufhin ließ der Richter die Sammelklage zu.

Da wir keine Anwälte sind, beziehen wir uns auch hier auf die fundierte Meinung anderer Leute. Eine solche Meinung stammt von Eugenio Bruno (einem Kolumnisten der *Ambit Financiero*).

Sammelklagen ermöglichen die Zusammenfassung aller Klagen gegen einen oder mehrere spezifische/n Beklagte/n. Der Kläger, der bestimmt wird, diese Gruppe zu vertreten, kann umso stärker auftreten, je mehr betroffene Parteien er vertritt, während kleinere Gläubiger Gerichts- und Anwaltskosten sparen, indem sie sich einer derartigen Klage anschließen.

Doch jene, die sich entschließen, einer Sammelklage beizutreten, müssen auch wissen, dass sie, indem sie der gemeinsamen Klage zustimmen, effektiv auf ihre Entscheidungsrechte bezüglich Vertretung verzichten und dass sie ihre eigenen Interessen einer größeren Gruppe von Interessen unterordnen. Also können in diesem Fall die Ergebnisse für alle Parteien, die eine solche Sammelklage einbringen, verbindlich sein. Wenn ein Gläubiger unsicher ist, ob er seine konkreten Interessen im Wege einer solchen Sammelklage wahr, sollte er darauf lieber verzichten.

Der Vorteil der Sammelklagen besteht darin, dass sie es kleinen Klägern erlauben, ihre Kosten geringer zu halten, und dass sie die Wirkung der Klage erhöhen. Sammelklagen können für kleinere Gläubiger auch den Anreiz für eine Umschuldung geringer werden lassen, während dies die Position größerer institutioneller Gläubiger nicht betrifft, weil die ja kaum einer Sammelklage beitreten, sondern ihre eigenen Interessen gesondert vertreten.

Wir wissen von keiner Sammelklage in Europa, außer vielleicht einer kleinen Gruppe italienischer Gläubiger, die durch den römischen Anwalt Claudio Pugelli vertreten sind. Allerdings wissen

wir nicht, ob man die Aktivitäten dieser italienischen Gruppe als Sammelklage bezeichnen kann.

## **ABRA+TFA+ABC= GCAB... Starker Zug**

Schließlich haben sich mehrere große Initiativgruppen als Zusammenschluss von Argentinien-Gläubigern gefunden, die lieber verhandeln als vor die Gerichte zu ziehen, um ihre Interessen zu koordinieren und ihre Verhandlungsposition gemeinsam zu stärken.

Glaubt man einem Bericht von Bloomberg, haben das in den USA beheimatete Argentina Bondholders Committee (ABC), das rund 70 große institutionelle Anleger vertritt, die Argentine Bond Restructuring Agency (ABRA), die Privatanleger in verschiedenen Ländern, darunter Deutschland und Österreich, vertritt, die Task Force Argentina (TFA) für italienische Inhaber argentinischer Anleihen und die Bank of Tokyo Mitsubishi und die Shinsei Bank, die gemeinsam die japanischen Inhaber argentinischer Anleihen vertreten, gemeinsam das Global Committee of Argentina Bondholders (GCAB) gegründet. Die Gruppe gab an, sie würde nun eine geballte Front für die Verhandlungen mit Argentinien bilden, die für immerhin knapp USD 100 Mrd an aushaftenden Verbindlichkeiten Argentiniens steht. Der Vorsitzende der TFA und stellvertretende Vorsitzende des GCAB Steering Committee, Stock, erklärte, das GCAB werde vorerst nicht den Gerichtsweg beschreiten, sondern seine Ziele vorrangig durch Verhandlungen mit Argentinien über eine Umschuldung im guten Glauben vorantreiben. Das GCAB gab an, es werde drei Sub-Komitees bilden, die sich mit wirtschaftlichen, finanziellen und rechtlichen Fragen beschäftigen werden. Die Gruppe soll angeblich ein Treffen mit der argentinischen Regierung ventilieren haben und ließ verlauten, sie würde auch andere große Gläubigergruppen gern im GCAB willkommen heißen.

Die Zusammenfassung der Interessen verschiedener großer Gläubigergruppen stellt einen sinnvollen Schritt dar, der ganz offensichtlich die Positionen in Umschuldungsgesprächen mit Argentinien stärken und ein Verhandlungs-Pouvoir bewirken soll, dem sich Argentinien nur schwer entziehen kann. Wir rechnen damit, dass das GBAC eine Verhandlungspartei wird, die mit Argentinien spricht, während seine Mitglieder die nötige Autonomie in organisatorischen Fragen behalten. Trotzdem, so meinen wir, stellt eine informelle "Sammelklage" großer Investorengruppen einen

wichtigen Schritt dar, weil die Verhandlungspositionen gebündelt werden können. Nicht sicher sind wir allerdings, was die vom GCAB verhandelten Ergebnisse betrifft, ob diese für alle Mitglieder formal verbindlich sein können. Wir wissen, dass Anleger, die für ihre Anleihen bei ABRA kämpfen, effektiv Verhandlungsbefugnisse an ABRA abgeben und die Ergebnisse akzeptieren müssen, wenn und falls solche erzielt werden. Daher werden, wenn wir das richtig verstanden haben, die Endergebnisse für alle ABRA-Mitglieder nach Beendigung der Gespräche verbindlich sein. Trotzdem wissen wir nicht, ob solche Ergebnisse für die Mitglieder der anderen drei Gruppen, die das GCAB bilden, nämlich die italienische TFA, die amerikanische ABC und die japanischen Banken formal verbindlich sein werden.

Zusammenfassend sehen wir diese Nachrichten mit einem gewissen Optimismus, während sich im Zusammenhang mit der Entwicklung des GCAB weitere Details zeigen müssen. Unserer Ansicht nach war die Gründung des GCAB eine gute Entscheidung, und seine Mitglieder werden in den kommenden Gesprächen eine beachtliche Hebelwirkung erzielen. Argentinien dürfte es auch sehr viel schwieriger finden, eine so repräsentative Gläubigervertretung einfach zu ignorieren. Natürlich kann das Land versuchen, das GCAB im Regen stehen zu lassen, doch wir glauben, das wäre ein ziemlich unkluger Schritt. Eine derartige falsche Einstellung kann Argentinien auf ewig in die Default-Ecke verbannen, sollte das GCAB die Geduld verlieren und sich doch an die Gerichte wenden. Wenn Argentinien schließlich beabsichtigt, ernsthafte Geschäfte zu machen anstatt immer höhere Ausgaben für die Reisen zu den verschiedenen Gerichtsverfahren zu tätigen, wird die Regierung letztlich das GCAB in den Schuldengesprächen sogar relativ positiv sehen: Selbstverständlich ist es immer besser, mit einem großen Gläubiger als mit Tausenden kleinen (und noch dazu ziemlich wütenden!) zu verhandeln.

## **Erste Anzeichen eines (langsam) Erwachens des argentinischen Realitätsbewusstseins**

Ein erstes Zeichen eines solchen Erwachens war es, als Wirtschaftsminister Lavagna überraschend bekannt gab, das argentinische Angebot in Dubai sei von einem 75%igen Haircut inklusive Zinsen (PDI) ausgegangen. Zuvor hatten Regierungsbeamte und Herr Lavagna selbst darauf bestanden, die 75% bezögen sich ausschließlich auf das Anleihenkapital.

Das zweite Zeichen des Erwachens bestand in der Entscheidung Argentiniens, demnächst Finanzberater für die Umschuldung zu bestellen. Man sagte, Argentinien habe nach einigen Kämpfen schließlich doch eine Forderung der Banken akzeptiert, die Beratungsangebote legten, wonach jede von ihnen das Recht behält, nach eigenem Ermessen von der Aufgabe zurückzutreten. Davor hatte Argentinien angeblich verlangt, dass Banken, die bereit seien, das Lang in Umschuldungsfragen zu beraten, sich verpflichten und tolerieren sollten, was immer Argentinien im Zuge der Umschuldungsgespräche anbieten und tun würde.

Wir finden immer noch, dass Argentinien zu langsam und unzureichend erwacht. Trotzdem wird sich der Prozess hoffentlich in diesem Jahr beschleunigen.

### ■ **Abschließende Bemerkungen**

Obwohl Argentinien scheinbar einen durch nichts zu ahnenden inakzeptablen Ansatz seinen Gläubigern gegenüber gewählt hatte, glauben wir, dass die Realität doch ein wenig anders aussieht und Argentinien gezwungen sein wird, sein Angebot von Dubai zu überarbeiten. Eine Abschreibung von 75%, wie in Dubai gefordert, ist jedenfalls noch nie da gewesen, wie auch immer man die Sache drehen und wenden mag. Nach Angaben von ABC betrug der höchste Haircut, der jeweils bei Staatspapieren stattfand, 50%, und ein durchschnittlicher Haircut macht, basierend auf früheren Umschuldungsfällen im staatlichen Bereich, rund 35% aus. Wirtschaftlich gesehen kommt Argentinien für eine wirklich große Abschreibung nicht in Frage, obwohl die harsche Position des Landes vielleicht mehr herausholt, als dem Land zusteht. Plötzlich können viele Gläubiger ihr Geld nicht zur Gänze zurückbekommen und sie werden einem vernünftigen Kompromiss zustimmen müssen. Die gegenwärtig unter Privatanlegern kursierenden Vorstellungen gehen von einem Maximalverlust von 35% auf Basis des Nettoinventarwerts aus, wohingegen unsere Schätzungen eher in Richtung 50% tendieren. Trotzdem glauben wir, dass jedes bessere Angebot davon abhängt, wie die Gläubiger ihre Verhandlungen mit Argentinien führen. Wird genügend Druck auf Argentinien ausgeübt, so glauben wir, dass die Regierung in Buenos Aires in der Lage sein wird, mehr als nur die Hälfte zu zahlen, ohne die Zukunft der argentinischen "Witwen und Waisen" zu gefährden. Allerdings hat Argentinien die hartnäckigste Weigerung zu zahlen aller Zeiten an den Tag gelegt, so dass

daraus auf einen schwierigen und langwierigen Prozess zu schließen ist, bis Argentinien sich das Geld schließlich herauspressen lässt.

### ■ **Unser Post-Scriptum**

Da es sich in der argentinischen Schuldenfrage hauptsächlich um ein rechtliches Problem handelt, möchten wir wiederholen, dass unsere Leser im Fall einer direkten Involvierung juristischen Rat einholen sollten. Es kann Differenzen und Unterschiede zwischen den verschiedenen Rechtsprechungen geben, daher sollte man aus den verallgemeinerten Darstellungen in diesem Artikel keine definitiven Schlüsse in Rechtsfragen ziehen.

Andererseits möchten wir den Autoren, deren Artikel und Gutachten wir im vorliegenden Artikel verwendet haben, unsere Anerkennung ausdrücken. Wir möchten auch einigen Privatanlegern danken, die mit dieser Schulden-Saga zu tun haben und von denen wir einiges an Material bekommen haben, das sie dankenswerter Weise allen vergrämten Gläubigern zur Verfügung stellen. Unser besonderer Dank gilt Rolf Koch, einem deutschen Privatanleger, der seinen eigenen Kampf gegen Argentinien führt und vielen anderen Leuten hilft, die in diesem argentinischen Alptraum gefangen sind, und ihnen mit Informationen und seiner Erfahrung zur Seite steht. Auch Angelo Mantineo, einem kleinen Privatanleger aus Italien, gilt unser Dank für seine wertvollen Fragen und Anregungen. Wir möchten uns außerdem bei Adam Lerrick von ABRA erkenntlich zeigen, der trotz seiner zahlreichen Aktivitäten die Zeit findet, unsere Fragen zu beantworten und uns wertvolle Einsichten vermittelt. Und schließlich danken wir noch allen Privatanlegern, deren Ansichten und Gefühle uns helfen, diesen komplexen Fall besser zu verstehen. Wir wünschen allen Gläubigern Argentiniens viel Erfolg in ihrem schwierigen Kampf in einer gerechten Sache und hoffen, dass es ihnen gelingen möge, einen vernünftigen Anteil ihrer in Argentinien verlorenen Gelder wieder zurück zu erhalten.

# Argentinien

## Impressum

Redaktionsschluss: 28. Jänner 2003

### **Redaktion**

Raiffeisen Research  
A-1030 Vienna, Am Stadtpark 9  
Telefon: +43 1 717 07-1521

#### **Leitung:**

Peter Brezinschek (1517)

#### **Anleihen:**

Gerd Balon (3533), Marie-Louise Burkart (1500), Gintaras Shlizhyus (1343), Walter Demel (1526), Karin Frauscher (1652), Valentin Hofstätter (1685), Gerhard Lechner (1389), Wolfgang Leitner (1609), Gottfried Steindl (1523), Martin Stelzeneder (1614)

#### **Aktien:**

Helge Rechberger (Head, 1533), Thomas Bichler (1463), Hannes Loacker (1885), Christine Nowak (1625), Kurt Schappelwein (1633), Andreas Schiller (1358)

#### **Asset Allocation:**

Rudolf Al-Badry (Head, 1683), Peter Schlagbauer (1529), Thomas Wehinger (1355)

#### **Technische Analyse:**

Robert Schittler (1537), Klemens Hrovath (1421)

---

Die in dieser Broschüre enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen dienen, trotz sorgfältiger Recherchen, lediglich der unverbindlichen Information unserer Kunden und basieren auf dem Wissenstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss.

Diese Broschüre kann die Beratung für den An- oder Verkauf von Wertpapieren oder für Veranlagungen nicht ersetzen. Wenden Sie sich diesbezüglich bitte an Ihren Berater in der Raiffeisenbank.

Haftungsausschluss:

Jegliche Haftung im Zusammenhang mit der Erstellung dieser Broschüre, insbesondere für die Richtigkeit und Vollständigkeit ihres Inhaltes oder für das Eintreten der darin erstellten Prognosen, ist ausgeschlossen.