

Griechenland könnte eine umfassende Privatgläubigerbeteiligung erzwingen – die Risiken dieser Strategie sind kontrollierbar.

Jürgen Matthes
Institut der deutschen Wirtschaft Köln
Februar 2012

Zusammenfassung

Griechenland braucht einen möglichst großen privaten Schuldenschnitt. Einige Investoren weigern sich offenbar, an der Privatgläubigerbeteiligung teilzunehmen. Griechenland hat allerdings noch ein As im Ärmel. Es könnte mit Hilfe von Collective Action Clauses auf marktkonformer Weise alle Gläubiger in die Umschuldung zwingen. Die Risiken, die eine nicht länger freiwillige Umschuldung mit sich bringen würde, sind nicht so groß wie oft angenommen wird. So bliebe den griechischen Banken bei einer Ratingherabstufung auf Default-Status der Weg zur EZB nicht versperrt. Und auch die Auslösung von CDS-Versicherungsverträgen erscheint beherrschbar und sogar ratsam.

Collective Action Clauses zur Sicherung breiter Privatgläubigerbeteiligung

Der Schuldenschnitt auf die griechischen Staatsschulden von 53,5 Prozent soll die Schuldenlast des Landes um mehr als 100 Milliarden Euro senken. Das ist auch deshalb notwendig, damit das zweite Hilfspaket der Eurostaaten eine vertretbare Aussicht hat, Griechenland wieder auf den Weg zur dauerhaften Schuldentragfähigkeit zurückzuführen.

Doch wenn eine wie geplant nahezu vollständige Beteiligung der Privatgläubiger nicht erreicht wird, droht das gesamte Rettungskonzept aus den Fugen zu geraten. Vor allem einige Hedgefonds haben offenbar in den vergangenen Monaten gezielt zu sehr niedrigen Kursen griechische Staatsanleihen gekauft und hoffen nun auf eine volle Rückzahlung zum deutlich höheren Nennwert der Anleihen. Mit dieser fragwürdigen Strategie haben Hedgefonds in der Vergangenheit schon mehrfach

hohe Gewinne eingefahren, etwa bei dem Land Ekuador. Sie agieren dabei als Trittbrettfahrer auch auf Kosten der übrigen Gläubiger. Für diese Anlegergruppe die Bezeichnung Geierfonds (vulture funds) eingebürgert.

Auch im Falle Griechenlands scheinen sich eine Reihe von Investoren einer „hold out“-Strategie zu bedienen und sich der Umschuldung verweigern wollen. Einzelne Hedgefonds haben sogar schon mit Klagen gedroht. Aus ökonomischer Sicht gefährden sie damit die Bereitstellung des Kollektivguts Schuldenerlass, so dass spieltheoretisch der Rückfall in das „schlechte“ Gleichgewicht der Nicht-Kooperation droht und eine Umschuldung womöglich sogar scheitern könnte. Daher erscheint es gerechtfertigt, dieses eigennützige Vorgehen zum kollektiven Vorteil zu disziplinieren und die Investoren zu akzeptablen Bedingungen in die Umschuldung zu zwingen.

Dazu existiert das Instrument von so genannten Collective Action Clauses (CACs). Diese ermöglichen einer Gläubigermehrheit von beispielsweise zwei Drittel oder drei Viertel die verbleibende Minderheit zum Schuldentausch zu zwingen. Auch Griechenland kann per einfachem Gesetz CACs im Nachhinein in das Kleingedruckte seiner (nach heimischem Recht begebenen) Staatsanleihen einführen.

Eine nachträgliche Vertragsänderung ist zweifellos nicht unproblematisch, aber die CACs sind am Finanzmarkt gängige Praxis. Anleihen nach englischem Recht beispielsweise enthalten derartige Regeln schon lange. Griechenland hat mit seinen (nach heimischem Recht begebenen) Anleihen auf CACs verzichtet und damit eine offene Flanke gelassen, in die nun einige Investoren mit einer fragwürdigen Strategie stoßen wollen. Sich mit der Nutzung von CACs dagegen zu schützen, ist zwar ein unkonventioneller, aber letztlich durchaus marktkonformer Weg.

Ängste vor gravierenden Folgen eines unfreiwilligen Schuldenschnitts

Lange Zeit fürchtete man dramatische Folgen eines solchen Schrittes, mit dem man die Freiwilligkeit der Umschuldung aufgeben würde.

1. Zusammenbrechende Geldversorgung der griechischen Wirtschaft: Weil die Rating-Agenturen eine unfreiwillige Umschuldung als harten Zahlungsausfall werten und Griechenland mit der Note D quasi als bankrott einstufen würden, hätte die EZB die griechischen Staatsanleihen im Rahmen ihrer Geldpolitik nicht mehr als Sicherheiten bei der Kreditvergabe (Refinanzierung) an

griechische Banken akzeptieren können. Das griechische Bankensystem würde dann wohl zusammenbrechen und mit ihm die dortige Wirtschaft.

2. Schwer kalkulierbare Finanzmarkturbulenzen: Zudem sorgte man sich, dass Kreditversicherungen – so genannte Credit Default Swaps (CDS) – auf griechische Staatsanleihen fällig werden würden. Die Auszahlungspflichten könnten einzelne systemische Finanzmarktakteure existenziell gefährden. So zwangen beispielsweise nach dem Konkurs von Lehman Brothers zogen die CDS auf strukturierte Anleihen den Großversichererer AIG in die Knie, der so stark mit der Finanzwirtschaft vernetzt war, dass er als „too big to fail“ galt und mit staatlichen Geldern gerettet werden musste.

Sorgen erscheinen überzogen

Beide Befürchtungen erweisen sich jedoch angesichts aktueller Informationen der Rating-Agenturen und vom CDS-Markt als überzogen.

Zu 1.)

So würden die Rating-Agenturen die Nutzung von CACs zwar tatsächlich als schwerwiegenderes Kreditereignis einstufen im Vergleich zu einer mehr oder weniger freiwilligen Umschuldung. Sie würden Griechenland würde in der Folge noch deutlich stärker auf die Stufe default herabstufen. Doch das offenbar nur vorübergehend. Denn da durch den Schuldenschnitt die zukünftige Schuldenlast sinkt, wird das Ratings nach Angaben von Fitch schon bald wieder steigen. Auch die Einrichtung eines Sperrkontos, mit der der zukünftige Schuldendienst sichergestellt werden soll, würde eine Heraufstufung wohl noch begünstigen. Damit würden griechische Staatsanleihen nur kurzzeitig ihre Funktion als Kreditsicherheit verlieren.

Darüber hinaus haben EZB und Eurogruppe weitere Vorsorge für die Kreditversorgung der griechischen Wirtschaft getragen. Die EZB wird in Zukunft auch Kreditforderungen der Geschäftsbanken – wenngleich mit erheblichen Abschlägen – als Sicherheiten akzeptieren. Und im Rahmen des zweiten griechischen Hilfspaketes sind zur Not auch Mittel des Rettungsschirms verfügbar, um die geldpolitischen Aktivitäten der EZB in Griechenland sicherzustellen, auch wenn die Details hier noch etwas im Unklaren liegen.

Zu 2.)

Auch die Sorge um die Verunsicherung des CDS-Marktes ist überzogen. Die Nutzung der CACs und die Aufgabe der Freiwilligkeit würde zwar mit großer Wahrscheinlichkeit die International Swap and Derivatives Association (ISDA) dazu

veranlassen, den Versicherungsfall (Kreditereignis) festzustellen. Es würden also Zahlungen am CDS-Markt ausgelöst, die – so die Sorge – einzelne systemrelevante Versicherer in existenzielle Schwierigkeiten bringen könnten.

Doch nach jüngsten Angaben der Depository Trust & Clearing Corporation in den USA geht es nur um einen Nettobetrag von 3,2 Milliarden Euro an ausstehenden CDS-Kontrakten. Davon würde wegen des nur partiellen griechischen Schuldenschnitts lediglich gut die Hälfte ausgezahlt werden müssen. Das sollte für die Finanzakteure, die per Saldo als Kreditversicherer agieren, ohne größere Probleme für den gesamten Markt tragbar sein - zumal genügend Zeit dafür war, sich auf die griechische Umschuldung vorzubereiten und etwaige überdimensionierte Risiken abzubauen.

Einen wichtigen Vorteil hätte es zudem, wenn die CDS-Versicherungen durch die Nutzung der CACs fällig würden. Denn bei einer als rein freiwillig eingestuften griechischen Umschuldung würden die Anleger zwar Verluste machen, aber die CDS-Kontrakte würde nicht greifen. Die Versicherungsfunktion der CDS würde damit für Euro-Staatsanleihen grundsätzlich in Frage gestellt. Auf diese Weise würde man gerade langfristige verlässliche Investoren wie Pensionsfonds unnötig vom Kauf der Anleihen Griechenlands und anderer Euro-Krisenländern abhalten.

Fazit

Die Nutzung von CACs würde die geplante Schuldenentlastung Griechenlands sichern, die fragwürdige Investitionsstrategie der Fonds nicht greifen lassen und zudem verhindern, dass die Versicherungsfunktion der CDS-Kreditversicherungen nachhaltig geschädigt wird. Anders als befürchtet bleibt dabei die griechische Geldversorgung gesichert und auch der Finanzmarkt wird durch die geringen CDS-Volumina nicht aus den Fugen geraten.