



Dr. Jochen Felsenheimer  
Telefon: +49 89 589275-120  
jochen.felsenheimer@xaia.com

*Hinweis in eigener Sache: Der Autor durfte keine profunde juristische Ausbildung genießen, weshalb die folgenden Zeilen nicht als „legal opinion“ missverstanden werden sollten, sondern vielmehr nur die persönliche ökonomische Einordnung des folgenden Falles widerspiegeln.*

### Schiedsgerichtsverfahren

**Poštová banka, a.s. and ISTROKAPITAL SE v. Hellenic Republic (ICSID Case No. ARB/13/8)**

#### Hintergrund – Private Sector Involvement (PSI)

Griechenland hat im März 2012 die Beteiligung privater Gläubiger an den Restrukturierungskosten griechischer Staatsanleihen durch einen Schuldenschnitt umgesetzt. Hierbei wurde durch einen Parlamentsbeschluss nachträglich die legale Grundlage geschaffen, in die von Griechenland nach griechischem Recht emittierten Anleihen (GGBs) eine sogenannte Collective Action Clause (CAC) einzuführen. Mit dieser kann eine Mehrheit der Gläubiger eine Restrukturierung aller Bonds beschließen. Nachdem die griechische Regierung bei einer Beteiligungsquote im PSI von mehr als 85 % entschieden hat, das CAC-Gesetz in Kraft treten zu lassen, wurde auch von der ISDA am 9. März ein Kreditereignis im CDS festgestellt. Die Anleihen nach griechischem Recht wurden im Rahmen des PSI nach einem Haircut von 53,5 % durch 15 % EFSF-Anleihen und 31,5 % neue GGBs ersetzt. Legt man die Marktpreise zu Grunde, belief sich der Wert dieses Anleihen-Pakets bei Umtausch auf ca. 23,2 % des ursprünglichen Nominals. Halter von GGBs haben folglich knapp 77% auf das Nominal ihrer Anleihen verloren.

#### Besonderheiten des PSI

Schuldenrestrukturierungen, vor allem auf Länderebene, sind natürlich charakterisiert durch einerseits einen hohen Druck von Seiten des Staates schnell und effizient umzusetzen (effizient im Sinne eines möglichst hohen Haircuts um die Schuldenreduktion zu beschleunigen). In dieser Situation haben Staaten offensichtlich einen Anreiz alle rechtlichen Möglichkeiten auszuschöpfen und manchmal auch neue Wege zu gehen. Außerdem zeichnen sich diese Restrukturierungen durch ein hohes Maß an Kreativität aus. Genau das war auch in Griechenland der Fall, da es nach wie vor keinen einheitlichen Mechanismus innerhalb der Europäischen Union zur Schuldenrestrukturierung gibt. Folgende Besonderheiten weist das PSI hierbei auf:

- › **Private vs. Öffentliche Investoren:** Der politische Druck einer Lösung, die private Investoren miteinbezieht, war enorm groß. Nur deshalb konnte erreicht werden, dass 85% der Investoren zugestimmt haben, „freiwillig“ auf 77% des Nominals und der zukünftigen Kuponzahlungen zu verzichten. Hingegen wurden Anleihen, die bei „öffentlichen“ Investoren, wie bspw. der EZB und der EIB, aber auch griechischen Pensionsfonds, lagen, von dem Schuldenschnitt ausgenommen. Das heißt, diese Anleihen nach griechischem Recht werden weiter vollständig bedient. Offensichtlich widerspricht das der „pari passu“ – Annahme der Gleichbehandlung aller Investoren. Unter dem Ticker GGB findet man auf Bloomberg alle noch ausstehenden Anleihen nach griechischem Recht. Außerdem kursieren Gerüchte, dass sich einige private Investoren (US Hedge Fonds) bilateral mit Griechenland geeinigt haben und deshalb einen günstigeren Haircut aushandeln konnten.
- › **Anleihen nach internationalem Recht vs. GGBs:** Neben den vom PSI betroffenen GGBs existieren noch weitere Anleihen, die von Griechenland vor dem Beitritt zur Währungsunion nach internationalem Recht (UK Law & Schweizer Recht) begeben wurden. Deren Anleihebedingungen konnten aufgrund des Rechtsrahmens eben nicht durch einen Parlamentsbeschluss geändert und somit der freiwillige Umtausch nicht erzwungen werden. Unter dem Ticker GREECE findet man diese auf Bloomberg. Seit März 2012 wurden alle Kupon-Zahlungen auf diese Anleihen geleistet und bereits sieben Anleihen zurückbezahlt. Aufgrund des geringen ausstehenden Volumens von EUR 2,546 Mrd. gehen wir davon aus, dass diese auch weiterhin bedient werden – falls das nicht der Fall wäre, würden enorme Kosten auf



Griechenland zukommen, da die Gläubiger dann einen Rechtsanspruch nach internationalem Recht hätten, der bspw. auch Pfändungen von griechischem Staatsbesitz mit einschließt. Also könnte man bspw. griechische U-Boote in internationalen Gewässern mit einem Kuckuck versehen.

- › **Rückwirkender Eingriff in bilaterale Verträge:** Auf den ersten Blick fällt einem bei nachträglichen Vertragsänderungen natürlich das Rückwirkungsverbot ein. Der staatliche Eingriff in die Anleihebedingungen hat eine drastische Verschlechterung der Gläubiger-Position bewirkt. Während des Abschlusses des Kaufvertrages hätten Käufer der GGBs logischerweise einen niedrigeren Preis bezahlt, falls diese Vertragsbedingungen von Anfang an eine CAC beinhaltet hätte. Nachträglich wurde also eine Entwertung der Anleihen vorgenommen, ohne Möglichkeit der Investoren sich gegen diese zu wehren.

### **Frage der Rechtmäßigkeit & potenzielle Klagewege**

Die oben genannten Besonderheiten bergen natürlich einige Anhaltspunkte für potenzielle Verletzungen von Rechtsansprüchen. Es war ökonomisch betrachtet offensichtlich, dass Griechenland einen Schuldenschnitt umsetzen muss, um ein durch die Troika verordnetes Schuldenniveau erreichen zu können. Allerdings muss auch hier der Voßkuhl'sche Grundsatz gelten: „Die Verfassung gilt auch in der Krise“. Das heißt, nicht die Frage „ob“ ein Schuldenschnitt umgesetzt werden muss, sondern die Frage „wie“ dieser umgesetzt wird, muss als Grundlage der Diskussion verstanden werden.

Es werden seit März 2012 bereits einige Diskussionen bzgl. der Rechtmäßigkeit des PSI diskutiert und es wurden bereits einige potenzielle Wege einer Klageerhebung öffentlich aufgezeigt (bspw. von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger E.V. - <http://www.sdk.org/griechenland.php>). Die Problematik eines Rückwirkungsverbotes bzw. das Einklagen von Persönlichkeitsrechten angesichts der Verletzung der Gleichbehandlung von Investoren vor einem Athener Gericht gegen Griechenland erscheint hierbei wenig aussichtsreich. Hier kommt erschwerend hinzu, dass keine einheitlichen europäischen Klageerhebungsverfahren existieren, was bspw. schon die Zustellung der Klage erheblich erschwert.

Ein weiterer Weg, der diskutiert wurde, war eine Klage gegen die öffentlichen Investoren, die offensichtlich auf Kosten der privaten Investoren bevorzugt behandelt wurden. Man könnte nun also darauf klagen, dass u.a. die EZB Anleihen nach griechischem Recht hält, die weiter bedient werden. Falls auch die EZB ihre Anleihen in den Restrukturierungsprozess geliefert hätte, würde zum Erreichen der vorher festgelegten Schuldenreduktion eben ein geringerer Haircut genügen. Der private Investor könnte also auf die Bezahlung der Haircut-Differenz klagen. Das Problem hierbei scheint zu sein, dass man die EZB nicht direkt verklagen kann, sondern hier über die 17 Eigentümer gehen muss, sprich über jedes einzelne Land der Eurozone. Auch dieser Weg scheint eher theoretisch aber nicht praktisch gangbar zu sein.

Deshalb bleibt eine interessante und vielversprechende Alternative, der wir den nächsten Absatz widmen: der Möglichkeit eines Schiedsgerichtsverfahrens.

### **Das Schiedsgerichtsverfahren - ICSID Case No. ARB/13/8**

Deutschland war angesichts des einsetzenden Direktinvestitionsbooms in den 1960er Jahren führend in der Etablierung sogenannter Bilateraler Völkerrechtlicher Investitionsschutzabkommen (BITs). Hier ging es darum, deutschen Investitionen im Ausland einen rechtlichen Rahmen zu geben, der eben die Rechtssicherheit der deutschen Industrie gegenüber ausländischen Rechtssystemen erhöht. Zentraler Inhalt der BITs ist ein umfassender Eigentumsschutz und das Verbot entschädigungsloser Enteignung ausländischer Investoren, wobei dies regelmäßig Kapitalforderungen und teilweise sogar Kapitalanlagen umfasst. Hierbei wird zur Durchsetzung von Entschädigungsansprüchen häufig direkt oder indirekt auf die Internationale Investitionsschiedsgerichtsbarkeit nach der ICSID Konvention auf Grundlage der BITs zurückgegriffen. Eines des ersten BITs weltweit wurde 1961 zwischen Deutschland und dem damaligen Königreich Griechenland abgeschlossen. Deren Rechtsnachfolger ist Hellenic Republic, also der Emittent der GGBs. Die Frage nach der Zuständigkeit eines ICSID Schiedsgerichts, die vertraglichen Ausgestaltungen sowie spezifische Verfahrens-Regelungen findet der interessierte Leser hier: <https://icsid.worldbank.org/ICSID/ICSID/RulesMain.jsp>

Unser Interesse vor dem oben beschriebenen Hintergrund gilt aktuell dem ICSID Case No. ARB/13/8 – hier geht es um einen Fall zwischen Postova banka über ihren zyprischen Anteilseigner ISTROKAPITAL SE und der Hellenic Republic. Es besteht ein BIT zwischen Zypern und Griechenland,



wobei ISTROKAPITAL SE der „Geschädigte“ ist im Falle, dass die Postava banka am PSI teilnehmen musste. Aktuell befindet sich das Verfahren noch im Anfangsstadium, wobei beide Parteien einen Schiedsrichter berufen und diese jeweils zugestimmt haben. In einem nächsten Schritt wird der Vorsitzende durch beide Seiten bestimmt. Der Fall lässt sich hier „live“ verfolgen:

<https://icsid.worldbank.org/ICSID/FrontServlet?requestType=CasesRH&reqFrom=ListCases&caselid=C2823&actionVal=viewCase>

#### **Fazit**

Die ökonomische aber auch die politische Tragweite dieses Verfahrens darf nicht unterschätzt werden. Auch wenn damals von allen offiziellen Seiten die Einmaligkeit des griechischen Schuldenschnitts betont wurde, ist schon ein Jahr später mit der Causa Zypern der zweite Fall innerhalb der Europäischen Union auf Länderebene eingetreten, bei der Investoren quasi teilenteignet wurden. Wir haben in unseren X-Asset Newslettern mehrmals darauf verwiesen, dass wir diese Strategie vor dem Hintergrund des enormen Refinanzierungsbedarfs der europäischen Staaten für ökonomisch sehr bedenklich halten – allerdings würde ein Schiedsgerichtsurteil, das eine Entschädigungsverpflichtung von Griechenland zur Folge hätte, möglicherweise die Umsetzung des langfristigen Entschuldungsplans und damit den Griechenland-Bailout in seiner Gesamtheit in Frage stellen, da davon ausgegangen werden kann, dass in diesem Fall einige Trittbrettfahrer auftreten und denselben Weg einschlagen werden. Wir halten Sie auf dem Laufenden.