

Media Release

*The first*

# Broken Trust Award



goes to

**The Government of  
the Republic of Argentina**

# Medienmitteilung

Auszeichnung für „unsensiblen“ Umgang mit Obligationären

## Regierung Argentiniens erhält „Broken Trust Award“

Winterthur (Schweiz), 17. Dezember 2003 Visual Finance verleiht der argentinischen Regierung im Zusammenhang mit der Schulden-Restrukturierung den so genannten „Broken Trust Award“. Diese Auszeichnung erhalten Obligationenschuldner, die am Kapitalmarkt mit einem negativen Verhalten in Erscheinung treten. Argentinien ist der grösste „Restrukturierungsfall“ der Gegenwart. Der „Broken Trust Award“ wird heute zum ersten Mal vergeben.

Am 22. September 2003 haben der argentinische Wirtschaftsminister, Robert Lavagna, und der Finanzminister, Guillermo Nielsen, zum ersten Mal offiziell ihre Richtlinien für eine Schulden-Restrukturierung in Dubai (Jahrestagung der Bretton-Woods-Institute IWF und Weltbank) dargelegt. Seit Ende 2001 ist Argentinien gegenüber diversen Gläubiger-Gruppen in Zahlungsverzug. Den Obligationären wird eine mögliche Matrix bestehend aus drei Grundvarianten mit Zusatz-Optionen in Aussicht gestellt. Der Gegenwert der Offerten beträgt nur etwa 10% des ursprünglichen Nennwerts von Argentinien-Anleihen. Die vorgeschlagene Schulden-Restrukturierung ist für die Obligationäre aus verschiedenen Gründen zu bemängeln.

Für eine einigermaßen befriedigende Schulden-Restrukturierung spielen sowohl das Verhalten des Schuldners während des Restrukturierungs-Prozesses (I) als auch die monetäre Höhe des Angebotes (II) eine wesentliche Rolle.

- (I) Es hat fast zwei Jahre gedauert bis den Obligationären ein Schulden-Restrukturierungs-Vorschlag unterbreitet wurde. Dies ist ausserordentlich lange. Die Obligationäre wissen aber auch heute nicht, ob die aus der Anleihe-Finanzierung stammenden Gelder in die dafür im Emissionsprospekt vorgesehenen Projekte (materielle oder nicht-materielle Aktiva) flossen oder

nicht. Ferner wurde nicht kommuniziert, welche Lehren die Regierung aus dem Zahlungsverzug gegenüber ihren Gläubiger für die Zukunft zieht und wie das Risiko-Management gestärkt werden soll. Dies ist für die Krisenbewältigung und einen künftigen Gang an die Kapitalmärkte unerlässlich. Auf eine Entschuldigung an die Adresse der Gläubiger wartete man an der Präsentation der Schulden-Restrukturierung in Dubai vergeblich. Dabei war die Plattform dafür ideal. Die Regierung hat eine wichtige Chance verpasst!

Eine gewisse Minderschätzung der Obligationäre wird auch darin erkennbar, dass die Regierung immer wieder darauf hinweist, dass die Bonitätsverschlechterung bereits seit 1995 für die Gläubiger erkennbar gewesen sei. Das hat die damalige Regierung jedoch nicht daran gehindert, die internationalen Kapitalmärkte auch in den Folgejahren mit Anleihen in Milliardenhöhe zu beanspruchen. Die Restrukturierung erfolgte zu spät - auch zum Leid der eigenen Bevölkerung.

Fazit (I): Unbefriedigende Debtor Behavior und Creditor Relations

Das fehlende moralische Verständnis widerspiegelt sich auch in der monetären Ausgestaltung der Offerte.

- (I) Mit ihrem Restrukturierungs-Angebot – es entspricht einem Gegenwarts-Wert von etwa 10% des ursprünglichen Nennwertes der Argentinien-Anleihen - hat die argentinische Regierung die bereits tiefen Erwartungen noch unterboten. Ein Verlust von etwa 90% würde sehr negative Signale an den Kapitalmarkt senden. Dabei stützt sich die Regierung alleine auf Zukunftsprognosen. Es scheint, dass der Wert der ausstehenden Argentinien-Obligationen in den Augen der Regierungsvertreter nur eine Funktion der künftigen Wachstumsentwicklung Argentiniens ist. Die umgerechnet etwas mehr als USD 80 Mrd. (Nennwert der zur „Restrukturierung“ vorgesehenen Obligationen), die mittels Anleihen in das Land gepumpt wurden, scheinen folglich als eine Art Schmiermittel für die wirtschaftliche Entwicklung unwiederbringlich „verbraucht“ worden zu sein.

Fazit (II): Unbefriedigende finanzielle Offerte

Visual Finance hofft, dass keine Emissionshäuser aktiv bei der Ausgestaltung der Höhe der Offerten mitgewirkt haben. Es würde ein schlechtes Licht auf die Integrität der Finanzbranche werfen und neue Fragen bezüglich Interessenskonflikten aufwerfen.

#### Zusammenfassung

- Visual Finance ist der Meinung, dass sich die Regierung Argentiniens zu wenig um die Obligationäre gekümmert hat, deren Anliegen zu wenig versteht und sich bisher in unzureichendem Masse für eine zufriedenstellende Lösung eingesetzt hat. Diese Ansicht lässt sich auch dadurch erhärten, dass sich verschiedene Interessens-Gruppierungen formiert haben. Sie befürchten Informationsasymmetrien und rechnen mit gewissen Verhaltensrisiken (z.B. Ungleichbehandlung der Gläubiger). Dadurch entstehen den Gläubigern Zusatzkosten wegen eines erhöhten Überwachungsaufwandes (Agency Cost).
- Die an den Kapitalmarkt gesendeten Signale aus der vorgeschlagenen Schulden-Restrukturierung sind aus unserer Sicht negativ. Durch die so genannte Verbriefung von Krediten (Securitisation) in den letzten beiden Jahrzehnten hat eine gewisse „Atomisierung“ in Bezug auf die Grösse der einzelnen Investition der Kapitalgeber (Investoren) stattgefunden. Eine Diversifizierung der Risiken auf viele Köpfe (Anleger) ist für den einzelnen Investor jedoch nur akzeptabel, wenn er davon ausgehen kann, dass seine schwächere Position - in Bezug auf die Grösse seiner Investition - unter keinen Umständen durch den Schuldner ausgenützt wird.
- Der „**Broken Trust Award**“ soll die Regierung anspornen, die notwendigen Anstrengungen zu unternehmen, um das Verhältnis zu ihren Gläubigern zu verbessern.
- **Einem weiteren Zerfall der Rückgewinnungsquoten bei Zahlungsausfällen von Obligationenschuldnern muss dringend Einhalt geboten werden! Kein Staat sollte es sich erlauben, mit einem schlechten Beispiel voran zu gehen.**

#### Auskunft

Gion Reto Capaul, Geschäftsinhaber, Anlage und Finanzexperte

Telefon ++41 52 222 44 40

Mobil ++41 79 506 44 82

Telefax ++41 52 222 44 40

## Informationen zu Visual Finance und Bondholder Value®

Visual Finance ist auf die Bewertung und Beurteilung der Kreditrisiken von Börsen kotierten Firmen spezialisiert. Sie setzt sich u.a. für einen verbesserten Schutz der Obligationäre ein. Visual Finance hat zu diesem Zweck das so genannte Bondholder Value® Konzept entwickelt. Obligationen-Schuldner schaffen Bondholder Value®, indem sie a) die notwendigen Vorkehrungen treffen, um einen Zahlungsausfall möglichst zu verhindern und dadurch die Obligationäre und die anderen Stakeholder vor einem Verzugsfall schützen, b) rechtzeitig Massnahmen ergreifen, damit sich die Rückgewinnungsquote im Falle eines drohenden Zahlungsverzugs nicht einseitig zu Lasten der Obligationäre verschlechtert und c) Transparenz schaffen, damit die Investoren selber ein Bild der Kreditwürdigkeit des Schuldners machen können.

## Legal Disclaimer

All information contained herein is obtained by Visual Finance, Wiesenstrasse 3, 8400 Winterthur (Visual Finance) from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided „as is“ without warranty of any kind and Visual Finance, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall Visual Finance have any liability to any person or entity for (1.) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of Visual Finance or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (2.) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if Visual Finance is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. No warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such rating or other opinion or information is given or made by Visual Finance in any form or manner whatsoever. Each rating or other opinion must be weighed solely, as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.