

# Griechenland - neu gerechnet

Großinvestor Paul Kazarian sieht die Staatsverschuldung bei nur knapp 60 Prozent.

- Ökonomen kalkulieren sonst mit etwa 180 Prozent.
- Unternehmen leiden unter dem schlechten Image.

Frank Wiebe  
New York

Paul Kazarian hat eine Botschaft: Griechenland ist kreditwürdiger, als die offiziellen Zahlen zeigen. Unermüdlich versucht der Finanzier, andere Investoren, aber auch die griechische Regierung, davon zu überzeugen, sich auf die Rechnungslegung nach dem modernen ISPAS-Standard umzustellen, die dem IFRS-Verfahren ähnelt, das bei Unternehmen üblich ist. Dabei werden Schulden und Vermögen nicht als nominale Beträge erfasst, sondern nach wirtschaftlichem Wert.

Das Ergebnis dieser neuen Rechnung: Die griechische Staatsverschuldung liegt unter 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Ausschlaggebend für diese überraschend niedrige Quote sind die zahlreichen Zugeständnisse bei Zinsen und Rückzahlungsfristen, die internationale Gläubiger dem Land eingeräumt haben. Nach dieser Kalkulation, die Kazarian nach eigener Aussage von mehreren Wirtschaftsprüfungsgesellschaften hat gegenrechnen lassen, kommt Irland auf eine Schuldenquote von 76 Prozent, Italien auf 112 Prozent, Spanien auf 63 Prozent und Portugal auf 70 Prozent.

**Kazarian handelt auch in eigenem Interesse:** Er ist einer der größten noch verbliebenen privaten Gläubiger der Regierung in Athen - ein großer Teil der griechischen Staatsschulden liegt bei öffentlichen Institutionen. Der verschwiegene Finanzier macht keine genauen Angaben, aber er hat offenbar deutlich mehr als eine Milliarde Dollar investiert. Die Holding Japonica, die er für sich und eine Handvoll unbekannter Partner führt, hat gut zehn Milliarden Dollar Volumen.

Kazarian hatte im vergangenen Herbst im Gespräch mit dem Handelsblatt vorausgesagt, Griechen-



Parlament in Athen: Zu keinerlei Experiment bereit.

Gerasimos Kollakos/Invision/latif

land werde sich 2014 wieder für weniger als fünf Prozent finanzieren können. Zurzeit liegt die Rendite für fünf Jahre Laufzeit bei knapp 4,9 und für zehn Jahre bei rund 6,4 Prozent.

Der Investor steht mit seiner Kritik an der traditionellen Rechnungslegung nicht allein. Der Internationale Währungsfonds empfiehlt die ISPAS-Methode zumindest als Er-

## 6,4 %

Zinsen zahlt Athen für zehnjährige Anleihen.

Quelle: Bloomberg

gänzung zur klassischen Buchführung. Und Klaus Regling, Chef des Europäischen Rettungsfonds, hatte schon vor rund einem Jahr die nominale Verschuldung Griechenlands, die bei fast 180 Prozent liegt, als „nicht aussagekräftig“ bezeichnet, weil darin die Zahlungserleichterungen nicht zum Ausdruck kommen.

Erstaunlich ist auf den ersten Blick, dass Kazarian bei der griechischen Regierung mit seiner Argumentation bisher auf Granit beißt. Er möchte die Politiker in Athen überzeugen, die reale Verschuldung nach ISPAS monatlich zu veröffentlichen, um so dem Kapitalmarkt ein realistischeres Bild der ökonomischen Lage zu geben. Aber offensichtlich ist die Regierung in Athen nicht zu Experimenten bereit - wohl auch aus Sorge, dass eine neue Rechnungslegung als Versuch gewertet werden könnte, die eigene Situation schönzureden. Der Investor hält das für einen Fehler.

Kazarians Zahlen beruhen nicht auf einer Komplet-Umstellung auf ISPAS, er hat nur die Schulden neu berechnet; das macht für die Schuldenquote gemessen an der Wirtschaftsleistung aber keinen Unterschied. Der enorme Unterschied der realen zur nominalen Verschuldung ergibt sich daraus, dass bei ISPAS Kredite mit verbilligten Zinsen so bewertet werden wie entsprechend geringere Summen mit Marktzinsen. Außerdem sind wie bei der in Unternehmen üblichen Investitions-

rechnung späte Zahlungen mit einem niedrigeren Wert anzusetzen als frühe, um die Verzinsung im Zeitverlauf zu berücksichtigen.

Der Investor hat in der Vergangenheit vor allem dadurch von sich reden gemacht, dass er angeschlagene Unternehmen übernahm und damit auf einen Sanierungsgewinn setzte. Seine Anlage in griechischen Bonds folgt derselben Logik, nur dass es sich diesmal gleich um ein ganzes Land handelt.

**Kazarian nennt noch zusätzliche Kennzahlen,** um zu belegen, dass Griechenlands Verschuldung tragbarer ist, als sie auf den ersten Blick wirkt. So beträgt die Restlaufzeit der Staatspapiere im Schnitt nach seiner Darstellung satte 19 Jahre, während Irland bei elf, Portugal bei acht und Italien und Spanien bei sechs Jahren liegen. Damit hängt zusammen, dass nur rund 15 Prozent der Schulden Athens bis Mitte 2016 fällig werden. Irland liegt hier mit neun Prozent noch günstiger, aber Portugal landet bei 24 Prozent, Italien bei 29 Prozent und Spanien sogar bei 36 Prozent. Die Regierung in Athen hat also einen

relativ großen zeitlichen Spielraum, um ihre Schulden zurückzahlen.

Als besonderes Problem für Griechenland, aber auch seine Gläubiger, nennt Kazarian die Tatsache, dass die Europäische Zentralbank griechische Staatsanleihen, weil sie angeblich zu unsicher sind, nur mit einem Abschlag von 57 Prozent als Sicherheit akzeptiert, gegenüber nur 13 Prozent für Portugal und je fünf Prozent für die anderen Problemländer der Euro-Zone. So werden diese Papiere für Banken unattraktiv. Außerdem bremst der hohe Abschlag Hedgefonds, die ihre Rendite mit Krediten hebeln wollen.

Kazarian betont, dass durch das schlechte Bild, das die öffentlichen Finanzen Griechenlands abgeben, auch die Kreditaufnahme der Unternehmen dort teurer wird und so letztlich die gesamte Wirtschaft leidet. Er führt einige Beispiele an: Für Gerresheimer Glas in Deutschland nennt er Zinskosten von 1,7 Prozent für fünf Jahre Laufzeit gegenüber Frigoglass in Griechenland mit 6,9 Prozent. Letztlich decken sich so seine eigenen Interessen mit denen der griechischen Wirtschaft.

# Bühne frei für Hank Greenberg

Prozessaufakt: Ex-Chef des amerikanischen Versicherers AIG verklagt die USA auf 25 Milliarden Dollar.

Er ist von seiner Statur und seiner autoritären Ausstrahlung her ein Napoleon - nur mit 89 Jahren mittlerweile viel älter, als der französische Kaiser wurde. Hank Greenberg hat über Jahrzehnte den Versicherer AIG aufgebaut und bis 2005 geführt. Dabei hat er nicht nur intern mit eiserner Hand regiert, sondern war auch gegenüber Analysten und Medien, die ihm die gebührende Anerkennung versagten, sehr ungeduldig.

Nun hat der alte Mann seinen vielleicht letzten großen Auftritt. In Washington hat der für sechs Wo-

chen angesetzte Prozess des Ex-Chefs von AIG gegen die Vereinigten Staaten begonnen. Er wirft der Regierung im Prinzip vor, das Unternehmen gerettet zu haben, so absurd das klingt. Denn in der Zeit der Finanzkrise haben Notenbank und Regierung gemeinsam den Versicherer zum größten Teil verstaatlicht, um ihn aufzufangen. Greenberg, der heute die Interessen von AIG-Aktionären vertritt, fand diese Aktion übertrieben und kritisierte von Anfang an, die Aktionäre seien zu schlecht behandelt worden. Daher verlangt er 25 Milliarden Dollar.

Der bis dahin mächtigste Versicherungskonzern der Welt hatte sich mit Absicherungsgeschäften verspekuliert. Wer immer am Immobilienboom in den USA mitverdienen wollte, gleichzeitig aber kalte Füße wegen der heiß gelaufenen Preise bekam, fand bei AIG willige Geschäftspartner. Der Versicherer verkaufte Wertpapiere, die praktisch eine Versicherung gegen Kursverluste von Papieren boten, die mit Immobilienwerten unterlegt waren. Weil AIG eine mächtige Bilanz hatte, war der Konzern in einer idealen Position für solche Geschäft-

te. Als 2008 die Immobilienblase platzte, entwickelte sich dieses Geschäft, das eine kleine Gruppe innerhalb des Konzerns betrieben hatte, aber zur Katastrophe.

## 182 Mrd.

Dollar kostete die Rettung des AIG-Konzerns den amerikanischen Staat.

Quelle: Offizielle Angaben

AIG wurde unter dem Einsatz von rund 182 Milliarden Dollar von der öffentlichen Hand gerettet. Das hinderte das damals herrschende Management nicht daran, kräftig Boni auszuschütten. Weil das Kerngeschäft gesund war, konnte der Konzern aber in den kommenden Jahren einzelne Teile der Gruppe verkaufen und mit dem Erlös die Schulden nach und nach zurückbezahlen. Aus dem einst größten Versicherer der Welt ist ein mittlerer Anbieter geworden, dessen geschäftlicher Schwerpunkt in den USA liegt. fw