

## Hintergrund Papier:

### Deal der Ukraine mit dem *Steering Committee* der Anleihehalter: Was steht drin?

#### 1. Hintergrund:

Am 1. August läuft das Schuldenmoratorium aus, das die Ukraine nach der russischen Invasion 2022 von seinen Anleihegläubigern erhalten hatte. Die ukrainische Regierung hatte daher mit seinen internationalen Anlegern über eine Umschuldung verhandelt und Streichungen der Nominalforderungen von bis zu 60 Prozent gefordert. Dieses Umschuldungsangebot an die Anleihehalter wurde vom IWF und den öffentlichen westlichen Gläubigern der Ukraine unterstützt. Doch die Anleihehalter sperrten sich gegen einen hohen Schuldenerlass. Daher stand zunächst ein Zahlungsausfall nach Auslauf der Frist des Schuldenmoratoriums im Raum. Am 22.7.2024 traf die Ukraine dann überraschend eine Vereinbarung mit dem *Steering Committee* der Anleger. Im *Steering Committee* sind rund 20 Prozent der internationalen Anleihehalter der Ukraine vertreten, darunter BlackRock, PIMCO und Amundi.

Auf Grundlage der Vereinbarung mit dem *Steering Committee* wird die Ukraine nun neue Anleiheverträge ausarbeiten und diese all ihren internationalen Anleihehaltern im Tausch für die alten Anleihen anbieten. Wenn die – je nach Anleihevertrag – erforderliche Mehrheit der Anleihehalter dieses Angebot akzeptiert, ist die Restrukturierung rechtskräftig. Aufgrund der sehr vorteilhaften Bedingungen für die Anleihehalter ist davon auszugehen, dass entsprechende Mehrheiten erreicht werden. Die Umschuldung könnte innerhalb weniger Wochen finalisiert sein, so dass die Ukraine rechtlich nicht in den Zahlungsausfall gerät.

#### 2. Der Deal

##### 2.1 Nominalforderungen der alten Anleihen:

Die ukrainische Regierung und das *Steering Committee* haben die Verhandlungen auf Basis der Annahme geführt, dass die aktuellen Nominalforderungen der Anleihehalter gegenüber der Ukraine 23,4 Milliarden US-Dollar betragen. Davon sind allerdings nur 19,7 Milliarden US-Dollar wirkliche Kapitalforderungen – das heißt Geld, das von den Anleihehaltern ursprünglich als Kredit an die Ukraine ausbezahlt wurde. Bei den verbleibenden 3,7 Milliarden US-Dollar handelt es sich um kapitalisierte Zinszahlungen, die die Anleihehalter für den Zeitraum der Zahlungseinstellungen seit der russischen Invasion 2022 berechnet haben. Es ist sehr fragwürdig, ob diese Kapitalisierung von der Ukraine akzeptiert werden sollte, ist das Schuldenmoratorium doch vor dem Hintergrund der russischen Invasion gewährt worden, basierend auf der Einschätzung, dass die Ukraine unmittelbar nach der Invasion nicht in der Lage sein würde, Schuldendienstzahlungen zu leisten.

##### 2.2 Nominalforderungen der neuen Anleihen:

Die alten Anleihen sollen gegen zwei neue Anleihen getauscht werden. Anleihe A soll dabei einen Nominalbetrag in Höhe von 9,360 Milliarden US-Dollar aufweisen; Anleihe B einen Nominalbetrag in Höhe von 5,382 Milliarden US-Dollar. Der Nominalbetrag der Anleihe B soll darüber hinaus unter bestimmten Umständen (siehe „Zusätzliche Instrumente“ unten) um 2,808 Milliarden US-Dollar auf insgesamt 8,190 Milliarden US-Dollar ansteigen. Insgesamt betragen die Nominalforderungen der zwei neuen Anleihen also zwischen 14,742 und 17,550 Milliarden US-Dollar.

### 2.3 Haircut:

Öffentlich wird vielfach berichtet, dass der Deal einen Haircut – das heißt eine Streichung der Nominalforderungen – in Höhe von 37 Prozent ermöglichen. Diese Angabe ist jedoch aus mehreren Gründen fragwürdig. Bei den Nominalforderungen, die einbezogen sind, handelt es sich zum einen nicht nur um die ursprünglich ausgeliehene Summe, sondern um die ursprünglichen Kredite zuzüglich der kapitalisierten Zinsen der letzten zwei Jahre. Damit schlucken die kapitalisierten Zinsen einen Teil der Schuldenstreichung. Spricht man also von einem Haircut von 37 Prozent, akzeptiert man die fragwürdige Prämisse, dass die kapitalisierten Zinsen der letzten zwei Jahre in Höhe von 3,7 Milliarden US-Dollar zurecht auf die ursprünglichen Kapitalforderungen aufgeschlagen wurden. Zweitens wird die Annahme getroffen, dass die Nominalforderungen der neuen Anleihen 14,742 Milliarden US-Dollar betragen, die möglichen 2,808 Milliarden US-Dollar also nicht fällig werden:

$$\frac{(23.4 - 14.742)}{23.4} * 100 = 37$$

Erkennt man die Kapitalisierung der Zinsen seit 2022 nicht an, und setzt die maximal möglichen Streichungen ins Verhältnis zu den eigentlichen Kapitalforderungen in Höhe von 19,7 Milliarden US-Dollar, wird durch die Restrukturierung nur ein Haircut in Höhe von rund **25 Prozent** erreicht:

$$\frac{(19.7 - 14.742)}{19.7} * 100 = 25.16$$

Sollte sich die Wirtschaft der Ukraine so entwickeln, dass das zusätzliche Instrument zum Tragen kommt (siehe unten), schrumpft der gewährte Haircut weiter auf gerade einmal knapp **11 Prozent**:

$$\frac{(19.7 - 17.55)}{19.7} * 100 = 10.91$$

### 2.4 Laufzeiten der neuen Anleihen:

Die neuen Anleihen A und B sollen in je vier Serien mit unterschiedlichen Laufzeiten ausgegeben werden. Dabei soll die Rückzahlung der Nominalforderung je nach Serie 2029 (eine Serie der Anleihe A), 2030 (eine Serie der Anleihe B), 2034 (je eine Serie der Anleihe A und B), 2035 (je eine Serie der Anleihe A und B) und 2036 (je eine Serie der Anleihe A und B) erfolgen.

### 2.5 Zinssätze der neuen Anleihen:

Zinszahlungen werden für beide Anleihen ab dem ersten August 2024 halbjährig berechnet. Für die Anleihe A müssen die Zinszahlungen jedoch erst ab dem 1. Februar 2025 bezahlt werden und für die Anleihe B ab dem 1. August 2027. Es ist davon auszugehen, dass die berechneten Zinszahlungen ab August 2024 vor dem ersten Zahlungstermin im Februar 2025 (Anleihe A) beziehungsweise im August 2027 (Anleihe B) kapitalisiert werden. Zu welchem Zinssatz eine Kapitalisierung erfolgt, wird öffentlich bisher jedoch noch nicht klar kommuniziert.

Der zu zahlende Zinssatz für die Anleihe A beträgt 1,75 Prozent im Jahr 2025 und steigt auf bis zu 7,75 Prozent ab dem Jahr 2034. Der Zinssatz der Anleihe B startet bei 3 Prozent und steigt ebenfalls auf 7,75 Prozent ab dem Jahr 2034.

### 2.6 Zusätzliche Instrumente:

In der Anleihe B soll ein zusätzliches Instrument aufgenommen werden, mit dem Gläubiger für ihre Erlasse weiter entschädigt werden. Demnach kann der Kapitalbetrag der Anleihe B um bis zu 2,808 Milliarden auf insgesamt 8,190 US-Dollar steigen. Zu einer solchen automatischen Erhöhung der Zahlungsverpflichtungen kommt es, wenn das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Ukraine 2028 mindestens den Wert beträgt, den der IWF im Juni 2024 für 2028 prognostiziert hat, und wenn das nominale BIP 2028 gleichzeitig

mindestens 3 Prozent höher liegt als vom IWF im Juni 2024 prognostiziert. Je nachdem wie groß die Differenz zwischen dem nominalen BIP der Ukraine im Jahr 2028 und der Prognose des IWF vom Juni 2024 für 2028 ist, erhöhen sich die Nominalforderungen nach vorab definierten – aber aktuell noch nicht öffentlich bekannten – Quoten. Die maximale Kapitalerhöhung von 2,808 Milliarden US-Dollar wird erreicht, wenn die Differenz zwischen dem tatsächlichen nominalen BIP 2028 und der Prognose des IWF mindestens 7,5 Prozent beträgt.

Die potenziell erhöhten Kapitalforderungen in Höhe von bis zu 2,808 Milliarden US-Dollar werden mit den zwei Serien der Anleihe B zurückgezahlt, die im Jahr 2035 und 2036 fällig werden. Allerdings muss davon ausgegangen werden, dass auf diese zusätzlichen Kapitalforderungen schon ab dem Jahr 2030 im halbjährigen Abstand Zinsen gezahlt werden müssen. Die Berechnungen von erlassjahr.de ergeben, dass dadurch im Zeitraum von 2030 bis 2036 zusätzliche Zinszahlungen in Höhe von bis zu 547,6 Millionen US-Dollar anfallen könnten.

Sollte sich das nominale und/oder das reale BIP schlechter entwickeln als vom IWF prognostiziert, ist hingegen keine automatische Anpassung der Zahlungsverpflichtungen nach unten – das heißt zu Gunsten der Ukraine – vorgesehen. Bei dieser einseitigen Flexibilität im Interesse der Gläubiger handelt es sich um ein Muster, das aktuell in vielen Restrukturierungen zu beobachten ist.

#### Zukünftige Zahlungsverpflichtungen:

Berechnungen von erlassjahr.de auf Grundlage der bekannten Anpassung der Nominalforderungen, Zinssätze und Laufzeiten ergeben, dass die Ukraine zwischen 2025 und 2036 zwischen 21,309 und 24,665 Milliarden US-Dollar an Zins- und Tilgungszahlungen leisten muss (siehe Tabelle 1 unten). Zur Erinnerung: Die ausstehenden Nominalforderungen zum Zeitpunkt der Verhandlungen im Juli 2024 betragen 19,7 Milliarden US-Dollar. Werden die Zahlungen wie vereinbart geleistet, erzielen Anleihehalter demnach über die gesamte Laufzeit der Anleihen einen (nicht inflationsbereinigten) Profit in Höhe von 8 bis 25 Prozent:

$$\frac{(21,309 - 19,7)}{19,7} * 100 = 8,17$$

$$\frac{(24,665 - 19,7)}{19,7} * 100 = 25,20$$

Zahlungen in der Zukunft werden von Anlegern etwa aufgrund der erwarteten Inflation und alternativer Anlageoptionen als geringer geschätzt als wenn die Zahlungen unmittelbar erfolgen würden. Um dies zu berücksichtigen, legt man üblicherweise einen sogenannten Diskontfaktor fest. IWF und Weltbank verwenden im Falle von Staatsschuldenrestrukturierungen meist einen Diskontfaktor von 5 Prozent. Diskontiert man zukünftige Zahlungen mit dem Satz von 5 Prozent ab, entsprechen die zukünftigen Zahlungen in heutigen Werten zwischen 13,874 und 15,835 Milliarden US-Dollar (je nachdem, ob und in welcher Höhe die Eventualverbindlichkeiten fällig werden).

#### **Kontakt:**

Malina Stutz  
 Mail: [m.stutz@erlassjahr.de](mailto:m.stutz@erlassjahr.de)  
 Tel: 0211 / 46 93 196  
 Web: [www.erlassjahr.de](http://www.erlassjahr.de)

**Anhang****Tabelle 1: Zukünftige Zins- & Tilgungszahlungen in Millionen US-Dollar auf Grundlage des Restrukturierungsplans**

	<b>Anfallende Zinsen, die kapitalisiert werden</b>	<b>Gesamt Bond A + B</b>	<b>Gesamt A + B (mit 5% diskontiert)</b>	<b>Gesamt Bond A + B + Eventualverbindlichkeit</b>	<b>Gesamt Bond A + B + Eventualverbindlichkeit (mit 5% diskontiert)</b>
2024	163	0		0	
2025	165	165	157	165	157
2026	170	425	385	425	385
2027	87	584	504	584	504
2028		743	611	743	611
2029		1,923	1,507	1,923	1,507
2030		1,231	919	1,316	982
2031		655	466	740	526
2032		655	444	740	501
2033		655	423	740	477
2034		6,403	3,931	6,487	3,983
2035		5,236	3,062	6,725	3,932
2036		2,631	1,465	4,078	2,271
<b>Gesamt</b>		<b>21,309</b>	<b>13,874</b>	<b>24,665</b>	<b>15,835</b>

Anmerkung: Für die Anleihe A fallen 2024 für die Anleihe B 2024 bis 2027 Zinszahlungen an, die nicht unmittelbar bezahlt werden müssen. Es ist davon auszugehen, dass diese kapitalisiert werden. Die durch die Kapitalisierung erhöhten Zins- und Tilgungszahlungen für die Anleihen A und B sind in der Berechnung hier bereits berücksichtigt.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage bekannter Nominalwert-, Zins- und Laufzeitanpassungen. Folgende Annahmen aufgrund fehlender Daten wurden von erlassjahr.de getroffen: Die Zinszahlungen vor der ersten Zahlungsverpflichtung werden mit dem niedrigsten Zinssatz berechnet, der für die jeweilige Anleihe vereinbart wurde (1,75 Prozent für die Anleihe A und 3 Prozent für Anleihe B) und kapitalisiert. Kapitalrückzahlungen werden immer in der zweiten Jahreshälfte gemeinsam mit der zweiten jährlichen Zinszahlung getätigt. Die Kapitalrückzahlung des Zusätzlichen Instruments wird gleichmäßig auf die zwei Serien der Anleihe B mit einer Laufzeit bis 2035 und 2036 aufgeteilt. Ab 2030 fallen Zinszahlungen in der Höhe der für die Anleihe B vereinbarten Zinsen auf die Kapitalforderung des Zusätzlichen Instruments an.