

# Zurück zu mehr Markt: Selbststabilisierende Anleihen

20



Wolfgang von Eichborn\*

Umweltverbrauch und Staatsschuldenkrise: beides schieben wir ungelöst seit Jahren vor uns her und auf eine Generation ab, die zudem die Lasten einer (über-)alternden Bevölkerung zu schultern haben wird. Der Glaube, Schuldenprobleme durch noch mehr Schulden zu lösen, und seien sie von der EZB finanziert, ist vor diesem Hintergrund naiv und unverantwortlich. Alle Erfahrung zeigt, dass sich die Schuldenspirale immer nur weiter nach oben schraubt. Der insbesondere von den USA verfolgte Weg droht dort zu enden, wo Japan bereits heute ist: in der finanzpolitischen Sackgasse.

Anders als bei den Umweltproblemen gibt es für die der Staatsverschuldung im Prinzip funktionierende Märkte, um die gegebene und erwartete Knappheit an Kapital sowie das Ausfallrisiko von Anleihen einzupreisen und sichtbar zu machen. Der Markt mag in mancher Hinsicht blind sein, als Steuerungsinstrument ist er unverzichtbar. Der Ausweg aus der Staatsschuldenkrise muss grundsätzlich deshalb in »mehr Markt« und nicht in »weniger Markt« gesucht werden.

In diesem Sinne will der im Folgenden zur Diskussion gestellte Vorschlag »Selbststabilisierende Anleihen« (SSA) die Verantwortung für die Finanzierungs- und Konsolidierungsnotwendigkeiten auch übermäßig verschuldeter Staaten wieder dem Kräftespiel derjenigen aussetzen, die am Markt Kredite nachfragen und anbieten. Im Gegensatz dazu laufen Eurobonds, Anleihekäufe der EZB und damit verbundene von der Troika gesteuerte Haushaltsauflagen darauf hinaus, die Schuldnerstaaten aus ihrer individuellen Verantwortung für Schulden und Konsolidierung zu entlassen.

## 1. Grundmodell

Das Modell funktioniert ähnlich wie Vorkzugsaktien und beruht auf einer Kombination von:

- einem akzeptablen »Basiszins« (bspw. Italien 4,5%),

- dem »Stabilitätsversprechen«, dass sich die öffentliche Verschuldung während der Laufzeit (bspw. fünf Jahre) auf einem bestimmten Konsolidierungspfad bewegt (Defizit bspw. im ersten Jahr 4%, im zweiten Jahr 3,5%, ... im letzten Jahr 1,5%) und
- einem »Ausgleichszins« als variable Kompensationszahlung für den Fall, dass das Stabilitätsversprechen nicht eingehalten wird (bspw. in Höhe des Dreifachen der Differenz zwischen dem Ist-Defizit und dem Soll-Defizit laut Stabilitätsversprechen).

Liegt das Defizit bspw. im zweiten Jahr nach der Ausgabe bei 5% statt der im Stabilitätsversprechen zugesagten 3,5%, so beträgt der zu zahlende Ausgleichszins – im Falle des angenommenen dreifachen Satzes – bei  $3 \times 1,5\% = 4,5\%$ ; der Gesamtzinssatz beträgt dann bei einem Basiszins von 4,5% insgesamt 9%.

Das Stabilitätsversprechen bedarf der Zustimmung des jeweiligen Parlaments auf der Grundlage eines national aufzustellenden Konsolidierungsplans, einer Art Finanzbericht. Gegebenenfalls könnte auch ein Testat des IWF, der EU-Kommission, der OECD oder einer anderen Organisation vorgesehen werden. Entsprechende Finanz- bzw. Konsolidierungspläne dürften bereits heute mehr oder weniger verbindlich aufgestellt werden.

Bei der Festsetzung der Fälligkeit des Ausgleichszinses gilt es, die Balance zu wahren zwischen einer zeitnahen aber zu ungenauen und einer genauen, aber zu späten Ermittlung der Abweichung. Die verbindliche Feststellung einer Abweichung obläge einer der genannten Institutionen. Eine relativ baldige Fälligkeit erscheint für die Wirksamkeit des Instruments sowie für die Handelbarkeit derartiger Anleihen von großer Bedeutung. Grundsätzlich müssten die Märkte das aber zeitnah ebenso einschätzen können wie bspw. die Aktienbörsen die Gewinn- und Dividendenerwartungen von Unternehmen. Damit vergleichbar führt die an den Börsen laufend vorgenommene Bewertung der SSA – und damit des erwarteten Ausgleichszinses – dazu, dass die Konsolidierungsanstrengungen eines

\* Wolfgang von Eichborn ist Richter am Bundesfinanzhof. Zuvor war er u.a. im Bundesministerium für Wirtschaft tätig.

Staates einer ständigen marktwirtschaftlichen Bewertung unterworfen werden.

Die Bezeichnung als SSA soll zum Ausdruck bringen, dass diese Anleihen mit ihrem Anreiz- und Sanktionsmechanismus das Land von selbst auf dem versprochenen Konsolidierungspfad halten bzw. dorthin zurückführen sollen.

## 2. Funktion des Ausgleichszinses

Das Neue ist zum einen, dass die Initiative und Verantwortung wieder stärker in die jeweiligen Länder verlegt wird:

- Der Ausgleichszins verschafft dem Stabilitätsversprechen die notwendige Nachhaltigkeit. Ein Abweichen von dem versprochenen Konsolidierungspfad verteuert nicht nur die jeweils neu aufzunehmenden Kredite, sondern führt zugleich zur Verteuierung der bereits nach diesem Modell begebenen früheren Anleihen (Rückschlageffekt, Hebelwirkung).
- Das Land, seine Regierung wie seine Bürger, steht damit Tag für Tag vor der neu zu beantwortenden Frage: lieber bereits jetzt stärker konsolidieren und weniger Zinsen zahlen oder lieber die Grausamkeiten hinausschieben und mehr Zinsen zahlen.
- Ein Unterschreiten des versprochenen Konsolidierungspfades geht nicht mehr (allein) zu Lasten der Gläubiger, die heute wegen des erhöhten Länderrisikos im Falle eines Verkaufs oder der Bilanzierung einen Abschlag hinnehmen müssen. Denn der Ausgleichszins bewirkt, dass das Papier in diesem Fall einen höheren Zins verspricht, so dass sein Marktwert im Idealfall richtiger Feinjustierung stabil bleibt oder gar steigt.
- Das Risiko, seine Zusagen nicht einhalten zu können, trägt nun vor allem das Land über den Ausgleichszins; und es gewinnt, wenn es sparsamer wirtschaftet, als die Kreditgeber erwarten.
- Weil die Einhaltung des Stabilitätsversprechens deshalb im elementaren Eigeninteresse des anleihebegebenden Landes liegt, könnte diese Art Anleihen geeignet sein, die Investoren von dem Ernst des Versprechens zu überzeugen. Der Ausgleichszins sichert die Gläubiger – vom Risiko der Insolvenz abgesehen (dazu unten 5.) – ja gegen Kursverluste ab.
- Der drohende Ausgleichszins verhindert vor allem, dass geschönte oder auf dem Prinzip Hoffnung beruhende Versprechen abgegeben werden. Das Modell hat damit einen eingebauten Mechanismus, der eine realistische Auseinandersetzung mit dem in Zukunft Machbaren erzwingt.

## 3. Automatische Sanktion aus dem Stabilitätsversprechen

Neu ist an dem Vorschlag zum anderen, dass ein etwaiges Abweichen vom Konsolidierungspfad nicht von bürokrati-

schen Institutionen – gegebenenfalls erst nach einer Entscheidung des EuGH – geahndet wird, sondern vom Markt selbst, der über den Ausgleichszins und dessen Einpreisung in den Kurswert der Anleihen laufend »gegensteuert«. Gerade weil die Sanktionierung zeitnah und automatisch erfolgt, ist sie zwar schmerzhaft, aber unvergleichlich wirksamer, als eine von einer Aufsichtsbehörde (EU/EuGH) nach einem bürokratischen Verfahren gegebenenfalls verhängte Strafe. Und damit wird das Modell für Investoren umso glaubwürdiger.

Die im Zuge der derzeit geleisteten Finanzhilfen abverlangten Konsolidierungsanstrengungen und die geplanten Souveränitätseinschränkungen im Rahmen einer Finanzunion laufen demgegenüber – wie ein Blick in die aktuelle ausländische Presse zeigt – Gefahr, von den Bürgern (und Wählern!) der betroffenen Länder über kurz oder lang als undemokratisches Diktat aus Brüssel oder Berlin empfunden und abgelehnt zu werden. Zumal wenn die jeweiligen Finanzhilfen, die mit den Auflagen verbunden waren, bereits vereinbart und konsumiert worden sind und »nur« zur Befriedigung der Altgläubiger gedient haben. Solange es keinen europäischen Bundesstaat und kein entsprechendes Gemeinschaftsgefühl der Bürger gibt, so lange werden die von einer Behörde verhängten Sanktionen kaum auf Akzeptanz stoßen; im Gegensatz zum Ausgleichszins der vorgeschlagenen SSA fehlt deren Strafen die sichtbare Korrelation zu den zuvor aufgenommenen Finanzmitteln.

Bei dem hier zur Diskussion gestellten Modell liegt es dagegen bei dem Land selbst, seine finanzwirtschaftliche Situation realistisch einzuschätzen und zu entscheiden, mit welchem Stabilitätsversprechen es die benötigten Kreditgeber findet. Erweisen sich die Annahmen als zu optimistisch, so lässt sich die Verantwortung für die sich ergebenden Konsequenzen nicht auf eine die Sanktionen verhängende Stelle abwälzen; denn die Sanktion ergibt sich aus dem selbst gegebenen Versprechen unmittelbar.

## 4. Modifikationen

Natürlich ist das als Grobskizze zu verstehende Modell mit Risiken und Schwierigkeiten verbunden. Zu deren Begrenzung und auch zur sonst möglichen weiteren Ausgestaltung sollen hier einige Modifikationen angesprochen werden:

- Insbesondere kann ein zu optimistisches Versprechen zu drakonischen Ausgleichszinsen führen und das Land in den Abgrund reißen. Diese Schwäche ist aber zugleich die Stärke des Modells: Das Versprechen muss im Eigeninteresse des jeweiligen Landes auf realistischen, kaufmännisch-vorsichtigen Annahmen beruhen und ernsthaft verfolgt werden. Ein kreditsuchendes Land, das diese Voraussetzungen für nicht erfüllbar erklärt, gesteht ein, eine ehrliche Finanzpolitik für nicht durchführbar zu halten und stellt sich damit selbst das allerschlechteste Zeugnis aus.

Das Risiko ließe sich gegebenenfalls durch eine Modifikation dahingehend verringern, dass in der Anleihe ein negativer Ausgleichszins für den Fall vorgesehen wird, dass das Konsolidierungsziel schneller erreicht wird. Denn diese Art der »Belohnung« könnte eine vorsichtige Einschätzung und stringente Verfolgung des Stabilitätsversprechens zusätzlich begünstigen, hätte aber einen höheren Basiszins zu Voraussetzung.

- Hinsichtlich des Ausgleichszinses müsste vermutlich Vorsorge für den Fall externer Schocks getroffen werden, in denen zusätzliche öffentliche Ausgaben unabweisbar und ein Abweichen vom Konsolidierungspfad unvermeidbar werden können (z.B. Naturkatastrophen). Hierfür gewährte Kredite müssten bspw. herausgerechnet werden.
- Denkbar erscheint auch eine Deckelung des Ausgleichszinses zur Begrenzung des vom Schuldnerland zu tragenden Risikos.
- Weiterer vorbereitender Untersuchungen bedarf insbesondere das Austarieren des Basiszinses und des für die Berechnung des Ausgleichszinses maßgeblichen Faktors betreffend die Differenz zwischen dem Soll- und Ist-Defizit.

## 5. Ausfallrisiko

Keine Gewähr bieten auch diese Anleihen gegen einen Ausfall des Schuldners. Der Mechanismus des Ausgleichszinses bewirkt aber, dass ein Fehlverhalten alsbald spürbare finanzielle Nachteile zur Folge hat und kann damit vielleicht am ehesten rechtzeitig ein Abrutschen in die Katastrophe verhindern. Zumindest in der Vergangenheit ist das Ausfallrisiko so gering gewesen, dass es keinen größeren Spread rechtfertigte, was wiederum einen nur ungenügenden Konsolidierungsanreiz bot. Dem bauen SSA mit ihrem Rückschlageffekt vor, und zwar selbst dann, wenn der Ausgleichszins gedeckelt wird.

## 6. Ausblick

Die hier zur Diskussion gestellten SSA bedürfen weiterer theoretischer Ausarbeitung, etwa durch Finanzmarktexperten, und schließlich der Bewährung in einem Feldversuch.

Gegebenenfalls ließe sich die Faszilität ergänzend zu anderweitigen Hilfsmaßnahmen verwenden. Insbesondere für Länder, die erst wieder auf den Markt zurückkehren müssen, wie Irland oder Portugal, oder die sich nur mehr zum Teil mit herkömmlichen Anleihen am Markt finanzieren können, könnte das hier unterbreitete Modell vielleicht eine Alternative darstellen. Es bietet die Chance, sich am Markt Vertrauen sichtbar zurückzugewinnen und damit auf den Markt insgesamt zurückzukehren. Denkbar erscheint auch die gleichzeitige Begebung herkömmlicher und SSA: eine interessante Konkurrenzsituation.

Die wesentlichen Vorteile von SSA sind:

- Das Stabilitätsversprechen wird nicht gegenüber einem Dritten abgegeben, sondern gegenüber dem Investor.
- Ob das Stabilitätsversprechen eingehalten wird, wird nicht von einer Behörde in einem notwendigerweise bürokratischen Verfahren überwacht und gegebenenfalls anschließend sanktioniert, sondern täglich vom Markt bewertet und automatisch zum Fälligkeitstag sanktioniert.
- Solange das Land seine Schulden bezahlen kann, gewinnt der Gläubiger bei Nichterfüllung des Stabilitätsversprechens. Beim Grundmodell (kein negativer Zins) wettet der Investor gewissermaßen auf die Nichterfüllung; das Land kann dem durch Einhaltung des Versprechens begegnen. Ein starker Anreiz!