



**Date:** 26.06.2018    **Type of media:** Print  
**Page:** 29    **Section:** Finanzen  
**Circulation:** 263.904    **Land:** Deutschland

**STANDPUNKT**

## Keine Hintertür für Eurobonds

Von Michael Heise

Seit einigen Jahren diskutieren Ökonomen und Politiker die Idee, für den Euroraum ein neues sicheres Anlageprodukt zu schaffen. Dies hat nun durch eine Initiative der EU-Kommission vom 24. Mai weitere Unterstützung bekommen. Der Gedanke ist, dass eine private Zweckgesellschaft eine Anleihe auflegt, die mit Staatsanleihen der 19 Eurostaaten nach dem Schlüssel der wirtschaftlichen Leistungskraft, des Bruttoinlandsprodukts (BIP), gesichert wird (Sovereign Bond-Backed Securities; SBBS). Dieses neue Wertpapier, eine Art Pfandbrief, wird in zwei Tranchen zerlegt, eine sichere Tranche, die das beste Rating haben soll, und eine weniger sichere Tranche, die eine höhere Rendite bietet und im Falle einer staatlichen Insolvenz eines Eurostaates den Ausfall zu tragen hätte. Von 100 gekauften Staatsanleihen würden beispielsweise 70 in die sichere Tranche wandern, 30 decken in der Junior-Tranche das Risiko eines Ausfalls ab. Falls ein Staat zahlungsunfähig würde und der Ausfall der nationalen Anleihe über 30 Prozent hinausginge, würde der Verlust in die sichere Tranche des Wertpapierbündels überschwappen. Es gibt bei diesem Konzept zumindest formell keine Gemeinschaftshaftung der Staaten, wie das bei den vorgeschlagenen „Eurobonds“ der Fall wäre. Bei den SBBS würden private Investoren die Kosten tragen, wenn ein Staat seine Schulden nicht ordnungsgemäß bedienen kann. Regulatorisch würden die neuen Wertpapiere Staatsanleihen gleichgestellt, das heißt, dass Finanzinstitute sie nicht mit Eigenkapital hinterlegen müssten.

Mit den neuen Anleihen wird das Ziel verfolgt, eine sichere europäische Anleihe zu schaffen, die mehr Risikodiversifizierung in Bankbilanzen erlaubt. Wenn Banken große Bestände an Anleihen ihrer jeweiligen Staaten halten, können Wertverluste dieser Staatsanleihen die Solvenz der Banken bedrohen. Einen solchen Teufelskreis haben wir in der Staatsschuldenkrise erlebt, zum Beispiel in Griechenland. Würde alternativ in die sichere Tranche des neuen verbrieften Wertpapiers investiert, käme es zu einer Risikomischung, und Finanzierungsprobleme eines Staates würden nur sehr gedämpft auf die Bankbilanzen durchschla-

gen.

Das Konzept klingt plausibel, hat aber drei entscheidende Schwachstellen. Erstens ist der hohe Bestand an heimischen Staatsanleihen in Bilanzen der Banken in erster Linie eine Folge der Bevorzugung von Staatsanleihen bei der Kapitalregulierung. Müssten Banken eine risikogerechte Kapitaldeckung für die Staatsanleihen hochverschuldeter Regierungen vorhalten, würden sie deutlich geringere Bestände davon halten, auch wenn es die Anleihen ihres jeweiligen Heimatlandes sind. Ein einfacherer Weg, mehr Risikodiversifizierung herbeizuführen, wäre es also, schrittweise die Bevorzugung von Staatsanleihen unabhängig von der Bonität der Emittenten abzuschaffen.

Zweitens ist nicht klar, wie attraktiv die gebündelten Staatsanleihen für Investoren tatsächlich wären. Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensions-einrichtungen oder auch Publikumsfonds steuern ihre Portfolios an Staatsanleihen nach jeweiligen Risikoeinschätzungen und nicht nach vorgegebenen BIP-Gewichten. Gerade dadurch versuchen sie, einen Wettbewerbsvorteil zu gewinnen. Drittens schließlich ändert das Konzept nichts an dem eigentlichen Problem, dass die Staatsverschuldung vieler Länder in der Eurozone nicht nachhaltig ist und die Kapitalmärkte sich in schwierigen Zeiten sehr schnell von diesen Ländern abwenden. Mit dem Konzept der SBBS wird den Staaten kein Anreiz gegeben, konsequenter gegen die hohe Staatsverschuldung vorzugehen. Das Gesamtvolumen an „Staatsrisiken“ im Euroraum wird also nicht sinken, sondern eher zunehmen, weil die Platzierung von Staatsanleihen durch die verbrieften Wertpapiere eher einfacher wird.

Und ob im Falle einer drohenden Insolvenz eines Landes die anderen Euromitglieder wirklich keine Haftung übernehmen würden, darf bezweifelt werden. Denn bei einer Staatsinsolvenz werden auch andere Länder unter Generalverdacht gestellt und mit hohen Risikoprämien belegt werden. Um eine Ansteckung der vermeintlich sicheren Senior-Tranche der SBBS zu verhindern, besteht für die anderen Länder im SBBS-Regime ein hoher Anreiz, dann mit Unterstützungsmaßnahmen einzugreifen. Es ist also nicht abwegig, dass die neuen ver-

brieften Anleihen zu einer Hintertür für Eurobonds mit Gemeinschaftshaftung werden, für die die EU-Kommission schon immer Sympathie empfunden hat. Es gibt einen besseren und sehr einfachen Weg, wie man Staaten Anreize zur Schuldendisziplin geben kann und sie gleichzeitig vor „spekulativen“ Attacken wie in den Jahren 2011 und 2012 schützen kann. Dieser bestünde darin, dass sich Staaten beim Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) eine Versicherung gegen einen teilweisen Ausfall ihrer Staatsanleihen kaufen können, der ihnen am Kapitalmarkt günstigere Refinanzierungskosten sichert. Würde der ESM etwa zusichern, die ersten 25 Prozent der Verluste im Falle einer Zahlungsunfähigkeit eines Staates zu übernehmen, würden die Wertpapiere, die mit einer solchen Absicherung emittiert werden, einen hohen Sicherheitsstandard aufweisen und aus Schuldnersicht zu guten Konditionen am Kapitalmarkt plazierte werden können.

Die Versicherungsprämie, die ein Land dafür zu bezahlen hätte, müsste im Voraus festgelegt werden. Beispielsweise könnten die Refinanzierungskosten des ESM plus einem Risikozuschlag für das jeweilige Land angesetzt werden, wobei der Risikozuschlag zum Beispiel an die Höhe der Staatsverschuldung (und gegebenenfalls anderer Indikatoren) geknüpft werden könnte. Bei rückläufiger Staatsverschuldung würden die Prämien sinken, ein positiver Anreiz für die Länder, Schuldendisziplin zu wahren. In positiven Zeiten wie derzeit würde eine solche Versicherungslösung von den Staaten kaum in Anspruch genommen werden, weil die marktmäßigen Risikoauflage gering sind. Die jüngsten Entwicklungen in Italien haben aber gezeigt, dass sich das sehr schnell ändern kann. Wenn sich der Marktzugang eines Landes aus politischen oder konjunkturellen Gründen abrupt verschlechtert und die Refinanzierungszinsen steigen, würde die Möglichkeit einer solchen Teilabsicherung von Staatsanleihen zu einem wichtigen Stabilitätsanker. Der Risikogehalt der jeweiligen Staatsanleihen würde nicht nur in Tranchen umverteilt, sondern wirksam reduziert. Die Gemeinschaft der Länder würde sich mit solch einem Absicherungskonzept solidarisch zeigen, ohne Anreize zur Schuldendisziplin zu verwässern.

Die Versicherungsprämie, die ein Land dafür zu bezahlen hätte, müsste im Voraus festgelegt werden. Beispielsweise könnten die Refinanzierungskosten des ESM plus einem Risikozuschlag für das jeweilige Land angesetzt werden, wobei der Risikozuschlag zum Beispiel an die Höhe der Staatsverschuldung (und gegebenenfalls anderer Indikatoren) geknüpft werden könnte. Bei rückläufiger Staatsverschuldung würden die Prämien sinken, ein positiver Anreiz für die Länder, Schuldendisziplin zu wahren. In positiven Zeiten wie derzeit würde eine solche Versicherungslösung von den Staaten kaum in Anspruch genommen werden, weil die marktmäßigen Risikoauflage gering sind. Die jüngsten Entwicklungen in Italien haben aber gezeigt, dass sich das sehr schnell ändern kann. Wenn sich der Marktzugang eines Landes aus politischen oder konjunkturellen Gründen abrupt verschlechtert und die Refinanzierungszinsen steigen, würde die Möglichkeit einer solchen Teilabsicherung von Staatsanleihen zu einem wichtigen Stabilitätsanker. Der Risikogehalt der jeweiligen Staatsanleihen würde nicht nur in Tranchen umverteilt, sondern wirksam reduziert. Die Gemeinschaft der Länder würde sich mit solch einem Absicherungskonzept solidarisch zeigen, ohne Anreize zur Schuldendisziplin zu verwässern.

Die Versicherungsprämie, die ein Land dafür zu bezahlen hätte, müsste im Voraus festgelegt werden. Beispielsweise könnten die Refinanzierungskosten des ESM plus einem Risikozuschlag für das jeweilige Land angesetzt werden, wobei der Risikozuschlag zum Beispiel an die Höhe der Staatsverschuldung (und gegebenenfalls anderer Indikatoren) geknüpft werden könnte. Bei rückläufiger Staatsverschuldung würden die Prämien sinken, ein positiver Anreiz für die Länder, Schuldendisziplin zu wahren. In positiven Zeiten wie derzeit würde eine solche Versicherungslösung von den Staaten kaum in Anspruch genommen werden, weil die marktmäßigen Risikoauflage gering sind. Die jüngsten Entwicklungen in Italien haben aber gezeigt, dass sich das sehr schnell ändern kann. Wenn sich der Marktzugang eines Landes aus politischen oder konjunkturellen Gründen abrupt verschlechtert und die Refinanzierungszinsen steigen, würde die Möglichkeit einer solchen Teilabsicherung von Staatsanleihen zu einem wichtigen Stabilitätsanker. Der Risikogehalt der jeweiligen Staatsanleihen würde nicht nur in Tranchen umverteilt, sondern wirksam reduziert. Die Gemeinschaft der Länder würde sich mit solch einem Absicherungskonzept solidarisch zeigen, ohne Anreize zur Schuldendisziplin zu verwässern.