

Wendorff, Karsten; Mahle, Alexander

**Article — Published Version**

## Staatsanleihen neu ausgestalten: Für eine stabilitätsorientierte Währungsunion

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Wendorff, Karsten; Mahle, Alexander (2015) : Staatsanleihen neu ausgestalten: Für eine stabilitätsorientierte Währungsunion, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 95, Iss. 9, pp. 604-608, <https://doi.org/10.1007/s10273-015-1874-z>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/172624>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Karsten Wendorff, Alexander Mahle\*

## Staatsanleihen neu ausgestalten – für eine stabilitätsorientierte Währungsunion

Die Schuldenkrise in der EWU hat immer wieder Forderungen nach einer stärkeren Gemeinschaftshaftung hervorgebracht, was allerdings dem Wunsch nach nationaler Souveränität widerspricht. Systemkonformer und stabilisierend wäre eine Reform der einheitlichen Anleihebedingungen. So könnte eine automatische Verlängerung der Anleihelaufzeit bei Gewährung von Finanzhilfen durch den ESM oder die Tranchierung der Anleihen bei der Emission in einen „First-“ und einen „Second-Loss“-Teil im Falle eines Zahlungsausfalls verbindlich vorgesehen werden.

Die Finanz- und Schuldenkrise hat die Europäische Währungsunion (EWU) vor eine große Herausforderung gestellt, die noch nicht bewältigt ist. Der ursprüngliche Ordnungsrahmen war nicht krisenfest, und nicht zuletzt die hohen privaten und staatlichen Schulden in Verbindung mit einer gefährdeten Finanzmarktstabilität haben sich als Achillesferse erwiesen. Viele sehen in einer politischen oder Fiskalunion die einzig tragfähige Basis für die gemeinsame Währung. Und in der Tat wäre dies institutionell eine natürliche Ergänzung zum Euro. Mit einer Vergemeinschaftung von Souveränitätsrechten wären dann auch eine verstärkte Vergemeinschaftung von Risiken und europaweite Umverteilungsmechanismen kompatibel. Dies erfordert allerdings einen größeren Integrationssprung und eine grundlegende Änderung der EU-Verträge, um diesen Weg auch demokratisch zu legitimieren.

Es erscheint aber derzeit höchst zweifelhaft, ob in den einzelnen Ländern Mehrheiten dafür bestehen, die nationale Souveränität abzugeben, und auch der politische Wille der nationalen Entscheidungsträger scheint recht begrenzt. Gleichzeitig werden bei auftretenden Problemen aber immer wieder Rufe nach noch weiter gehender Gemeinschaftshaftung laut, sei es durch die Finanzpolitik und Eurobonds oder die Geldpolitik. Dies passt aber nicht

zusammen und stellt keine Grundlage für eine langfristig stabile Währungsunion dar. Es würde vielmehr zu einer noch zunehmenden Unwucht zwischen europäischer Risikoteilung und nationaler Souveränität führen, die für die europäische Integration keinesfalls förderlich ist.

Sollte eine deutlich umfassendere politische Integration und die weitere Abgabe nationaler Souveränität derzeit nicht umsetzbar sein, gilt es den existierenden „Maastricht-Rahmen“ und das Grundprinzip der Eigenverantwortung wieder zu stärken, Eigenverantwortung der Staaten, aber auch der Investoren an den Finanzmärkten. Die Bundesbank hat im März 2015 etliche Vorschläge für solche Reformansätze in verschiedenen wirtschaftspolitischen Bereichen zusammengestellt und insbesondere den Aspekt der Finanzstabilität betont.<sup>1</sup> Dabei wurde auch angeregt, über eine etwaige Neugestaltung der einheitlichen staatlichen Anleihebedingungen im Euroraum nachzudenken. Dies steht im Mittelpunkt der folgenden Überlegungen. Ohne den bestehenden dezentralen Rahmen der Währungsunion grundsätzlich zu ändern, könnte dies einen Stabilisierungsbeitrag leisten und gleichzeitig die Risiken aus staatlichen Zahlungsproblemen für Steuerzahler und Geldpolitik reduzieren. Zwei neue Ausgestaltungselemente scheinen hierzu geeignet: Zum einen eine Klausel, die im Fall der Gewährung von Finanzhilfen durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) eine automatische Verlängerung der Anleihelaufzeit um drei Jahre vorsieht (+3). Zum zweiten die Tranchierung

**Karsten Wendorff**, Dipl.-Volkswirt, leitet die Abteilung Öffentliche Finanzen der Deutschen Bundesbank in Frankfurt am Main.

**Dr. Alexander Mahle** ist dort volkswirtschaftlicher Mitarbeiter.

\* Der Artikel spiegelt nicht notwendigerweise die Auffassung der Deutschen Bundesbank wider.

1 Vgl. Deutsche Bundesbank: Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, in: Monatsbericht März 2015, Frankfurt a.M., S. 15-39. Im Hinblick auf Ansatzpunkte zur Stärkung des bestehenden Ordnungsrahmens vgl. auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum, Sondergutachten, Wiesbaden, Juli 2015.

der Anleihen bei der Emission in einen 40%igen „First-“ und einen 60%igen „Second-Loss“-Teil, die eine etwaige Verlustaufteilung im Fall der Restrukturierung der Anleihe vorab verbindlich regelt (60/40).

### Automatische Laufzeitverlängerung bei ESM-Finanzhilfen

Mit einer neuen Klausel in allen Anleihebedingungen von EWU-Staatsanleihen sollte künftig festgelegt werden, dass sich die jeweilige Laufzeit der ausstehenden Anleihe automatisch zu sonst gleichen Konditionen um drei Jahre verlängert, falls das emittierende Land Finanzhilfen des ESM<sup>2</sup> benötigt und erhält (+3-Bondkomponente)<sup>3</sup>. Dies wäre eine vergleichsweise unaufwändige Änderung, die mit zahlreichen Vorteilen verbunden wäre.

Die Klausel würde im Regelfall für die Anleihegläubiger und -schuldner nichts verändern: Anleihen von Ländern, die während der regulären Laufzeit keine Finanzhilfen des ESM erhalten – und dies sollte weiterhin üblich sein –, würden unverändert bedient und getilgt. Nur für den Fall, dass ein Land in Schwierigkeiten geraten sollte und ein ESM-Hilfsprogramm gewährt wird, tritt die Klausel in Kraft. Dies wäre dann keine Insolvenz, keine Restrukturierung und kein Kreditereignis, da die automatische Laufzeitverlängerung zuvor in den Anleihebedingungen verankert wurde. Sie wäre schon bei der Emission Vertragsbestandteil und dem Käufer bekannt.<sup>4</sup> Der besondere Vorteil: Durch die Neuregelung würde sich bei finanziellen Problemen der kurzfristige Finanzierungsbedarf des Landes drastisch verringern, da in den drei Jahren nach dem ESM-Programmabschluss keine Tilgungen fällig würden.

Der ESM kann einzelnen Mitgliedstaaten finanzielle Hilfe leisten, wenn das Land zwar grundsätzlich solvent ist, aber die Märkte das Vertrauen verloren haben und keine Finanzierung mehr zur Verfügung stellen. Durch ein ESM-Programm können eine zeitnahe Illiquidität und damit einhergehende größere real- und finanzwirtschaftliche Friktionen vermieden werden. Dabei finanziert der ESM über die Programmlaufzeit den Kapitalbedarf des Landes. Gleichzeitig ist ein verbindliches fiskalisches und makro-

ökonomisches Anpassungs- und Überwachungsprogramm, das die weitere Solvenz sicherstellen und die Zahlungsfähigkeit rasch wieder herstellen soll, zu vereinbaren. Allerdings lässt sich die tatsächliche Zahlungsfähigkeit oder auch die Zahlungsbereitschaft im Vorhinein nicht verlässlich schätzen, und es dürfte sich erst im weiteren Programmverlauf zeigen, ob die Ursachen der akuten staatlichen Zahlungsschwierigkeiten in einem temporären Liquiditätsproblem oder in einem grundlegenden Solvenzproblem liegen. Daher übernehmen der ESM und damit die europäischen Steuerzahler umfangreiche Risiken, um die staatliche Solvenz zu sichern: indem sie derzeit zum einen fällig werdende Titel und zum anderen laufende Defizite finanzieren. Der weit überwiegende Teil der zur Deckung dieses Bedarfs gewährten Finanzhilfen dürfte dabei in der Regel auf die fällig werdenden Anleihen entfallen.<sup>5</sup> Damit werden die bisherigen Gläubiger – bei Fälligkeit – aus der Verantwortung entlassen. Mit der vorgeschlagenen Laufzeitverlängerung wird dem entgegengewirkt.

Insgesamt wird durch dieses neue Anleiheelement die Eigenverantwortung der Investoren gestärkt, und die europäischen Steuerzahler werden von Risiken entlastet. Die gemeinschaftliche Haftung über den ESM wird spürbar begrenzt und der ESM damit bei gegebenem Volumen deutlich schlagkräftiger. Aber auch die Gläubiger profitieren weiterhin von einem ESM-Programm. So werden ein unmittelbarer Zahlungsausfall und real- wie finanzwirtschaftliche Verwerfungen vermieden, und die perspektivische Zahlungsfähigkeit bei Umsetzung des finanz- und wirtschaftspolitischen Reformprogramms verbessert sich.<sup>6</sup> Dabei würden sich die Finanzierungsbedingungen für die meisten Länder – wie auch Deutschland – nicht verändern. Länder, für die unter Umständen ein ESM-Programm erwartet wird, würden begrenzt erhöhte Zinsen zahlen müssen. Eine potenzielle Laufzeitverlängerung würde aber wohl maximal eine Rechtsverschiebung auf der Zinsstrukturkurve um drei Jahre bedeuten, deren Effekte sich bei dominierender mittel- bis längerfristigen Verschuldung und

2 Der ESM wurde als Nachfolger der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) am 27.9.2012 als permanenter Krisenlösungsmechanismus gegründet.

3 Vgl. Deutsche Bundesbank: Ein Vorschlag zu einer zielführenden Privatsektorbeteiligung für Anleiheemissionen ab Mitte 2013, in: Monatsbericht, August 2011, Frankfurt a.M., S. 72-75; und A. Weber, J. Ulbrich, K. Wendorff: Finanzmarktstabilität sichern, Investorenverantwortung stärken, Steuerzahler schonen. Ein Vorschlag zur Stärkung des Europäischen Stabilitätsmechanismus durch die geeignete Ausgestaltung künftiger Anleihekonditionen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 3.3.2011.

4 So sind beispielsweise auch heute schon die Erträge aus inflations- oder BIP-indexierten Anleihen an zum Zeitpunkt der Emission noch unbekanntes Entwicklungen konditioniert.

5 Zur Stützung der Bankensysteme können gegebenenfalls weitere Finanzhilfen erforderlich sein.

6 Andere Vorschläge sehen u.a. einen automatischen Schuldenschnitt als Möglichkeit zu einer unmittelbaren, anleihevertragsbasierten Gläubigerbeteiligung an, der ausgelöst wird, wenn ein bestimmter Schwellenwert der Schuldenquote erreicht ist. Vgl. z.B. A. Mody: Sovereign debt and its restructuring framework in the Eurozone, in: Oxford Review of Economic Policy, 29. Jg. (2013), H. 4, S. 715-744. Die alleinige Fokussierung auf die Schuldenquote ist angesichts der unterschiedlichen Charakteristika der Mitgliedstaaten des Euroraums aber nur ein unzureichendes Bestimmungsmaß für die Solvenz eines Staates und könnte somit u.a. Gläubiger unangemessen belasten und einen einfachen Weg für Staaten eröffnen, sich ihrer Schuldenlast zu entledigen. Auch die mögliche Konditionierung von Hilfskrediten durch den ESM an einen Schuldenschnitt in Abhängigkeit von einem Schwellenwert der Schuldenquote ist potenziell problematisch und schwer zu operationalisieren. Vgl. hierzu z.B. Committee on International Economic Policy and Reform: Revisiting Sovereign Bankruptcy, Bericht, Brookings Institution, Oktober 2013.

einer typischerweise eher flachen Zinsstrukturkurve in diesem Bereich in sehr engen Grenzen halten dürften. Etwas reagiblere Risikoprämien wären im Übrigen keinesfalls als grundsätzlich negativ anzusehen, da sie die Anreize zu solider Finanzpolitik erhöhen und dies die Finanzierungsbedingungen im Gegenzug wieder verbessern würde.

### Tranchierung in First- und Second-Loss-Anleiheteile

Um die weiterhin starke gegenseitige Verflechtung von nationalen Banken und Staaten im Euroraum zu durchbrechen, die Finanzstabilität zu stärken und das Volumen an sicheren Anlagen insgesamt zu erhöhen, werden häufig Eurobonds mit gemeinschaftlicher Haftung oder auch verschiedene Arten von „synthetischen“ Eurobonds vorgeschlagen.<sup>7</sup> Allerdings ergeben sich hierbei Probleme der Balance zwischen Haftung und Kontrolle, oder es drohen Marktverzerrungen durch eine Art der regulatorischen Repression, die auf das Halten eines festen Mischungsverhältnisses von nationalen Staatsanleihen durch die einzelnen Banken abzielt. Dabei könnte auch durch eine geänderte Ausgestaltung der nationalen Staatsanleihebedingungen in Verbindung mit einer Anpassung der Banken- und Finanzmarktregulierung zu Staatsanleihen die Stabilität des Finanzsystems gestärkt werden. Dieser Ansatz ließe sich innerhalb des geltenden Ordnungs- bzw. Vertragsrahmens der Währungsunion umsetzen. Er stellt sich insgesamt gesehen merklich komplexer dar als die zuvor genannte Laufzeitenverlängerung, könnte diese aber ergänzen.

Die Mitgliedstaaten des Euroraums sollten sich demnach darauf verpflichten, künftig alle nationalen Staatsanleihen wie bisher als jeweils vollständige Anleihen zu emittieren, diese aber zum Zeitpunkt der Emission in zwei Teilstücke zu unterteilen. Für diese Teilstücke wird eine unterschiedliche Verlustbeteiligung im Falle einer eventuell erfolgenden Restrukturierung der (vollständigen) Anleihe verbindlich festgelegt. Damit wären keine Nachteile für die Gläubiger der bereits umlaufenden Anleihen verbunden. Alle umlaufenden Anleihen – sowohl die alten nicht-aufgeteilten als auch die neuen aufgeteilten – wären wie bislang zu prozentual gleichen Teilen von Verlusten bei einer etwaigen Schuldenrestrukturierung betroffen. Die festgeschriebene Verlustaufteilung innerhalb der neuen Anleihe würde lediglich regeln, dass ein auf die vollständige neue Anleihe entfallender Verlust zunächst von dem sogenannten First-Loss-Teil (Junior) getragen wird. Der Second-Loss-Teil (Senior) würde nur dann belastet, wenn der Junior-Teil

aufgezehrt wurde. Diese Aufteilung könnte beispielsweise in 60% Senior und 40% Junior vorgeschrieben werden.<sup>8</sup> Praktisch würde damit eine Anleihe weiterhin zu einem Nominalwert von beispielsweise 100 Euro emittiert, sie bestünde aber zu 60 Euro aus einem Senior- und zu 40 Euro aus einem Junior-Teil.<sup>9</sup> Nach Emission könnte die Anleihe dann entweder wie bislang vollständig oder nach beiden Teilen getrennt weiter verkauft werden. Damit würden die Senior-Teile bei einem Schuldenschnitt verschont, solange dieser nicht mehr als 40% der Anleihe umfasst.<sup>10</sup>

Durch die neu strukturierten Anleihen für sich genommen ändert sich die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Staates nicht. Es wird aber ein wesentlich größeres Volumen an (relativ) sicheren Staatsanleihen von Euroländern geschaffen. Dies lässt sich mit einem Beispiel veranschaulichen: Unter der Annahme, dass im Falle einer Insolvenz die staatlichen Schulden durch einen Schuldenschnitt auf ein Niveau von 100% des BIP gedrückt werden sollen, bliebe der Senior-Teil selbst bei einem Ausgangsniveau der Schuldenquote von 166% von Verlusten verschont. Entsprechend würden die Senior-Teile bei insgesamt zweifelhafter Bonität eines Landes deutlich sicherere Anleihen mit besserer Bonität als die bisherigen, nicht-aufgeteilten Anleihen darstellen. In den Junior-Teilen würde sich dagegen das (überwiegende) Ausfallrisiko eines Staates konzentrieren, da die gewählte Aufteilung mit einer hohen Wahrscheinlichkeit sicherstellen würde, dass eine alleinige Restrukturierung der Junior-Teile im Bedarfsfall ausreicht, um einen etwaig erforderlichen Schuldenschnitt abzudecken.<sup>11</sup>

Dies bedeutet, dass für ein Land mit starker Bonität und sehr geringer Ausfallwahrscheinlichkeit wie Deutschland

7 Vgl. Euro-nomics group: European safe bonds (ESBies), Denkschrift, 2011 und ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture, VOX CEPR's Policy Portal, VoxEU.org (25.10.2011). Siehe auch L. Garicano, L. Reichlin: A safe asset for Eurozone QE: A proposal, VOX CEPR's Policy Portal, VoxEU.org (14.11.2014).

8 Grundsätzlich wäre auch eine je nach Land unterschiedliche prozentuale Aufteilung in Junior- und Senior-Teile denkbar, beispielsweise um Senior-Teile mit einer garantierten Mindestbonität zu erzeugen. Diese Mindestbonität könnte letztlich aber nur bei Emission der Anleihe garantiert werden, da sich die Bonität im weiteren Verlauf ändern könnte. Dabei würde das vorgeschlagene Instrument einer Tranchierung der nationalen Anleihen länder- und zeitspezifisch unterschiedliche Anleiheklassen schaffen und die Markttransparenz reduzieren. Wir würden dies vor diesem Hintergrund für nicht empfehlenswert halten.

9 Entsprechend würde ein Kupon von 10 Euro zu 6 Euro auf den Senior- und zu 4 Euro auf den Junior-Teil entfallen.

10 Zur Veranschaulichung: Ist noch eine alte (nicht tranchierte) und eine neue Anleihe mit einem Nominalwert von jeweils 100 Euro im Markt vorhanden, würde ein allgemeiner Schuldenschnitt um 30% beide Anleihen mit jeweils 30 Euro belasten. Innerhalb der neuen Anleihe wäre allerdings die Verteilung auf die beiden Tranchen explizit geregelt (der „Haircut“ in Höhe von 30 Euro würde vollständig auf den Junior-Teil entfallen). Somit verändert sich durch die Emission der neuen Anleihe nicht der Status der alten Anleihen.

11 Die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls sollte c.p. für die Junior-Teile genauso hoch eingeschätzt werden wie die einer nicht-aufgeteilten Anleihe. Ein allein daran anknüpfendes Rating wäre somit unverändert. Der Loss-given-default wäre für die Gläubiger der Junior-Teile aber deutlich höher als bei der nicht-aufgeteilten Anleihe insgesamt.

sowohl die Senior- als auch die Junior-Teile weiterhin als sehr sicher einzuschätzen wären und es kaum Preisunterschiede zwischen den Teilen (und einer nicht-aufgeteilten Anleihe) geben würde. Für Länder mit grundsätzlich geringerer Bonität würden nunmehr mit den Senior-Teilen Anleihen verfügbar sein, die eine deutlich bessere Bonität aufweisen als die bisherigen, nicht-aufgeteilten Anleihen. Somit kann nach dieser Neuordnung das Volumen an relativ sicheren Staatsanleihen im Euroraum insgesamt deutlich steigen, und es werden relativ sichere Anleiheklassen von (fast) allen Ländern des Euroraums zur Verfügung stehen.

### Reform der Banken- und Finanzmarktregulierung

Diese Separation der Ausfallrisiken sollte in enger Verbindung mit einer ohnehin wünschenswerten Reform der Banken- und Finanzmarktregulierung stehen, durch die Staatsanleihen nicht mehr wie bisher als risikofrei angesehen werden. Deren bilanzielle Privilegierung sollte aufgehoben werden.<sup>12</sup> Großkreditgrenzen und eine risikoadäquate Eigenmittelunterlegung würden dann auch für Staatsanleihen gelten und sollten eine spürbare Verbesserung der Diversifikation staatlicher Solvenzrisiken erwirken. Der Nexus vom Staat zum Bankensystem würde entscheidend eingedämmt. Setzt die Regulierung dabei ausschließlich an der Bonität staatlicher Schuldtitel an, könnte die vorgeschlagene Aufteilung nationaler Staatsanleihen helfen, die Reform der Banken- und Finanzmarktregulierung leichter umzusetzen und deren Akzeptanz zu erhöhen. So stünden im Euroraum dann von (fast) allen Ländern mehr Staatsanleihen mit guter Bonität zur Verfügung, die von den Banken dann mit weniger Eigenkapital zu unterlegen wären als nicht-aufgeteilte Anleihen. Die Junior-Teile könnten sich dann auf andere Finanzmarktbereiche verteilen, die grundsätzlich eine hinreichende Verlustabsorptionsmasse oder eine geringere Vernetzung mit anderen Finanzmarktakteuren aufweisen (sollten). Gleichwohl gilt es auch hierbei darauf zu achten, dass sich in diesen Marktsegmenten keine systemrelevanten Verlustrisiken konzentrieren.

Im Ergebnis sollte die Stabilität des Finanzsektors gestärkt und die Gefahr einer systemischen Krise bei drohenden staatlichen Zahlungsproblemen reduziert werden. Die Wahrscheinlichkeit von rapiden Vermögenswertverlusten und Fire Sales in Krisenzeiten würde für systemische Bankinstitute reduziert, etwaige Anreize zu einer Kapitalverlagerung in „sichere Häfen“ würden eingedämmt, und die Gefahr eines ungeregelten Einlagenabzugs (Bank Run) wäre geringer. Der Druck auf die Geldpolitik, auch Staatsanleihen schlechter Bonität als Sicherheiten zur Refinan-

zierung oder im Rahmen eines Anleihekaufprogramms zuzulassen, könnte sinken. Zudem könnte ein Quantitative-Easing-Programm zumindest auf relativ sichere Anleihen begrenzt werden, ohne dass dadurch der Länderkreis stark eingeeengt werden müsste. Damit würde allerdings auch der über die Zinssenkung bewirkte Entlastungseffekt der Geldpolitik auf die öffentlichen Haushalte vermindert, was im Sinne einer klaren Trennung von Geld- und Fiskalpolitik aber nicht zu kritisieren ist.

Da sich die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Staates allein durch die Aufteilung der Anleihe nicht ändert, wäre ohne weitere Einflüsse der neuen Regelung davon auszugehen, dass sich auch die Finanzierungsbedingungen der einzelnen Staaten bei der Emission nicht verändern. So gesehen hätte eine neue Anleihe insgesamt die gleiche Verzinsung wie bislang. Dabei dürfte sich ein umso größerer Zinsunterschied zwischen Junior- und Senior-Teil ergeben, je höher das Ausfallrisiko insgesamt eingeschätzt wird: der Senior-Teil verzinst sich niedriger als die vollständige Anleihe, der Junior-Teil höher. Im Hinblick auf die Risikoprämie könnte sich allerdings für einen Mitgliedstaat dann ein insgesamt höheres Zinsniveau ergeben, wenn Investoren bisher einen Bail-out durch andere Euroländer oder die Geldpolitik erwarten.<sup>13</sup> Durch die Reform könnte aufgrund der gestärkten Finanzstabilität ein Bail-out nun als unwahrscheinlicher und folglich ein staatlicher Zahlungsausfall als wahrscheinlicher angesehen werden. Dies wäre aber letztlich die Folge einer Stärkung des rechtlich verankerten No-Bail-out-Prinzips, das im Rahmen der bisherigen Krisenpolitik beschädigt wurde.

Bei einer solchen Aufteilung der Anleihen wäre durch begleitende Reformen sicherzustellen, dass eine Umstrukturierung im Bedarfsfall zwar möglich bleibt, sie aber dennoch nicht zu leichtfertig in Erwägung gezogen wird. Dies könnte durch eine Anpassung der geltenden Umschuldungsklauseln im Hinblick auf ein regelgebundenes Verfahren gewährleistet werden, das darauf abzielt, eine unabdingbare Schuldenrestrukturierung möglichst effizient durchzuführen. Für den Euroraum steht hierbei mit dem ESM eine von den bilateralen Schuldner-Gläubiger-Beziehungen weitgehend unabhängige Institution zur Verfügung, die als Mediator einen angemessenen Interessenausgleich zwischen Schuldner und Gläubigern vermitteln und eine zu leichtfertige Entschuldung auf Kosten der

<sup>12</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Abbau der regulatorischen Privilegierung von Staatsschulden, in: Geschäftsbericht 2014, Frankfurt a.M., S. 23-42.

<sup>13</sup> Die vorgeschlagene Anleihestruktur könnte überdies zu einem gewissen Anstieg der Liquiditätsprämie führen. Angesichts der trotz der unterschiedlichen Emissionsvolumina sehr ähnlichen Anleiherenditen der unterschiedlich großen Mitgliedstaaten im Vorfeld der Schuldenkrise sollte dieser Effekt letztlich aber nicht zu stark zu Buche schlagen.

Gläubiger unterbinden könnte.<sup>14</sup> Dies könnte auch einem ausgefeilteren Vorgehen zur Lösung staatlicher Überschuldungsprobleme innerhalb der Eurozone zugrundeliegen.<sup>15</sup>

### Zahlungsausfall eines Staates muss verkräftbar sein

Insgesamt ist es von zentraler Bedeutung, den Ordnungsrahmen der Währungsunion zu stärken, damit diese als Stabilitätsunion abgesichert werden kann. Die Krise hat Reformbedarf offengelegt. Umfassende Integrations Schritte scheinen derzeit nicht auf der kurz- und mittelfristigen Agenda zu stehen oder nicht mehrheitsfähig zu sein. Daher kommt es darauf an, den ursprünglichen Rahmen, der auf nationaler Souveränität bei den zentralen finanz- und wirtschaftspolitischen Fragen basiert, wieder zu ertüchtigen. Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten und der Investoren an den Finanzmärkten gehören hier eng zusammen. Einer eigenständigen Finanzierung der Mitgliedstaaten an den Kapitalmärkten kommt weiterhin eine entscheidende

Bedeutung zu und eine umfangreiche gemeinschaftliche Haftung ist mit diesem Ansatz nicht kompatibel – weder über die anderen Mitgliedstaaten oder die europäische Ebene noch über die gemeinsame Geldpolitik.

Um den ursprünglichen Rahmen zu kräftigen, muss die Finanzstabilität so erhöht werden, dass im Extremfall auch eine staatliche Zahlungsunfähigkeit oder -unwilligkeit verkräftet werden kann. Zu einer stabileren, anreizkompatibleren Währungsunion können die vorgeschlagenen reformierten Ausgestaltungsmerkmale der national emittierten Staatsanleihen beitragen. Die von Banken gehaltenen Staatsanleihen sollten darüber hinaus durch eine stringenter Regulierung begrenzt werden. Durch die automatische Laufzeitverlängerung würde sichergestellt, dass die privaten Anleihegläubiger im Krisenfall nicht aus der Haftung entlassen werden. Gleichzeitig wird das Volumen erforderlicher Finanzhilfen begrenzt und somit die Schlagkraft des ESM insgesamt erhöht. Die Tranchierung nationaler Staatsanleihen würde sicherstellen, dass auch in Krisenzeiten ein für Banken hinreichend großes Volumen an nationalen Anleihen mit relativ guter Bonität zur Verfügung stünde und die Risiken eines staatlichen Zahlungsausfalls tendenziell von Marktteilnehmern gehalten würden, die etwaige Verluste aus einem Schuldenschnitt besser verkräften. Die Umsetzung der vorgeschlagenen Reformen stärkt insgesamt die Eigenverantwortung der Finanzmarktteilnehmer, wirkt einer leichtfertigen Vergabe finanzieller Mittel und exzessiven Verschuldung der Mitgliedstaaten entgegen und erhöht die Stabilität der Kapitalmärkte hinsichtlich nationaler Solvenzrisiken. Die Risikoprämien würden dann wieder stärker auf Änderungen der grundlegenden Zahlungsfähigkeit einzelner Staaten reagieren. Eine solche differenzierte Risikobepreisung steht auch grundsätzlich mit der nationalen Eigenverantwortung des Maastricht-Rahmens im Einklang. Stärkere und frühzeitigere Zinssignale erhöhen die Anreize zu einer soliden Haushalts- und Wirtschaftspolitik. Eine grundsätzlich solidere Lage der Staatsfinanzen wäre wiederum eines der besten Mittel zur Prävention künftiger Staatsschuldenkrisen und zur Gewährleistung günstiger Finanzierungsbedingungen. Unerwünschte Verwerfungen am aktuellen Rand ließen sich dabei durch geeignete Übergangsregelungen, z.B. indem die Vorschläge mit einer verlässlichen zeitlichen Perspektive schrittweise eingeführt werden, verhindern.

14 Aufgrund der festgeschriebenen Verlustaufteilung besteht bei dieser Anleiheform die Gefahr, dass die erforderliche Gläubigermehrheit für einen Restrukturierung nicht erreicht werden kann, wenn die Gläubiger des Junior-Teils eine Sperrminorität hätten. Entsprechend könnten die geltenden Umschuldungsklauseln in den Anleihebedingungen so umgeschrieben werden, dass die Stimmrechte der Junior-Gläubiger für den Fall der Vereinbarung eines Anpassungsprogramms auf den ESM übergehen. Der ESM hat dabei ein grundsätzliches Interesse an der Lösung des Solvenzproblems eines hilfebedürftigen Mitgliedstaates und nicht – im Hinblick auf die Eindämmung etwaiger Ansteckungseffekte auf andere Mitgliedstaaten (die den ESM tragenden Gesellschafter) – an einem vorschnellen oder überhöhten Schuldenschnitt. Die Gläubiger des Senior-Teils haben einen Anreiz, einem Umschuldungsplan zuzustimmen, wenn durch diesen mit hoher Wahrscheinlichkeit das grundlegende Solvenzproblem des Staates gelöst und die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls ihrer eigenen Zahlungsansprüche reduziert wird. Anstatt einer direkten Übertragung der Stimmrechte auf den ESM könnte für den Fall einer Vereinbarung eines ESM-Programms in Erwägung gezogen werden, dass von den Schuldnerstaaten mit einer vorab bestimmten Quote auch weiterhin nicht-aufgeteilte Anleihen emittiert werden und nur diese zusammen mit im Verbund gehaltenen aufgeteilten Anleihen stimmberechtigt sind.

15 Aufgrund des besonderen institutionellen Gefüges des gemeinsamen europäischen Währungsraums könnten die Mitgliedstaaten angesichts der engen grenzüberschreitenden finanz- und realwirtschaftlichen Verflechtungen von einem vorab verbindlich geregelten Vorgehen zu einer geordneten Restrukturierung staatlicher Schuldtitel im Bedarfsfall profitieren. Dies könnte die volkswirtschaftlichen Kosten einer staatlichen Überschuldung und Schuldenrestrukturierung begrenzen und darüber hinaus dazu beitragen, den geltenden Haftungsausschluss des Maastricht-Rahmens glaubwürdiger zu verankern.

#### Title: A Redesign of Government Bonds for a Stability-Oriented Currency Union

**Abstract:** The financial and sovereign debt crisis revealed major shortcomings in the regulatory framework of the European Monetary Union (EMU), in particular with respect to securing financial stability in case of sovereign debt distress. In order to address these deficiencies, the authors propose to change the contractual terms of the euro area's sovereign debt instruments. The new terms would include an automatic extension of bond maturities if European Stability Mechanism financial assistance is granted and a division of individual national bonds into firstloss and secondloss tranches, complementing stricter regulation of financial markets. The authors argue these elements may strengthen financial stability, market discipline, and crisis resolution mechanisms, and hence, the regulatory framework of the EMU.

**JEL Classification:** H12, H30, H63