

Bönke, Timm et al.

**Article**

## Ein Zukunftsfonds für Deutschland?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Bönke, Timm et al. (2019) : Ein Zukunftsfonds für Deutschland?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 99, Iss. 8, pp. 527-545, <https://doi.org/10.1007/s10273-019-2488-7>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/213750>

**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.*

# Ein Zukunftsfonds für Deutschland?

Das Anlageverhalten der Deutschen ist sehr konservativ und führt in Zeiten niedriger Zinssätze zu geringen Renditen. Deshalb liegt es nahe, dass Vermögensbildung eines der Ziele der Staatsfonds-Modelle ist, die aktuell diskutiert werden. Vorgeschlagen werden primär an einem Zweck ausgerichtete Fonds: z. B. für die Finanzierung der Nachhaltigkeitswende, der Bildung oder des öffentlichen Nahverkehrs. Aber auch Fonds, die sich vor allem an der Rendite und den Ausschüttungen orientieren, sind denkbar. Diese können kreditfinanziert sein, um so die hervorragende Kreditwürdigkeit des deutschen Staats und damit eine mögliche Renditedifferenz zwischen Kreditaufnahme und Anlage zu realisieren. Auch die Gründung einer Aktiengesellschaft des öffentlichen Rechts wird vorgeschlagen. Ein Fonds kann aber auch durch Steuererhöhungen finanziert werden. Diskutiert wird zuletzt die Frage, inwieweit ein solcher Fonds der Schuldenbremse oder dem Stabilitätspakt zuwiderläuft.

Timm Bönke

## Staatsfonds: Systematisierung, internationale Beispiele und Lehren für Deutschland

In der aktuellen Debatte um die Zukunftsfähigkeit Deutschlands spielt die Gründung eines Staatsfonds eine zentrale Rolle. Je nach Ausgestaltung sehen Befürworter einen Staatsfonds als eine geeignete Antwort auf unterschiedliche Probleme. Ob Rentendebatte,<sup>1</sup> inklusives Wachstum<sup>2</sup> oder Infrastrukturinvestitionen: es scheint, ein Staatsfonds könnte eine Lösung sein. Allein die Finanzierung ist ungeklärt. Mit historisch niedrigen Zinsen und der hohen Bonität deutscher Staatsanleihen scheint es hier nun einen Spielraum zu geben. Befürworter argumentieren, dass ein schuldenfinanzierter Staatsfonds die Möglichkeit biete, von weltweit steigenden Kapitalgewinnen zu profitieren und ein bedeutendes Vermögen aufzubauen, mit dem der Staat auf elegante Weise aktuellen und zukünftigen gesellschaftlichen Herausforderungen begegnen kann, ohne massiv über Instrumente wie Steuern in das Marktgeschehen einzugreifen.

In der Debatte um die Zukunftsfähigkeit Deutschlands werden Staatsfonds insbesondere als Instrument der Industrie-, Infrastruktur- und Entwicklungspolitik diskutiert: Ein Staatsfonds könnte Kapital zur Infrastrukturentwicklung bereitstellen und in nationale Schlüsselunternehmen investieren, um z. B. Übernahmen durch ausländische Investoren zu verhindern. Ein solcher Investitionsfonds würde darüber hinaus sicherstellen, dass Deutschland gegenüber Ländern mit ebensolchen Investitionsfonds Handlungsspielräume erhält. Zudem können Staatsfonds mit ihren Investitionsstrategien gezielt wirtschaftliche Transformationsprozesse unterstützen. So empfiehlt der wissenschaftliche Beirat der Bundesregierung zu Globalen Umweltveränderungen die Einrichtung transformativer Staatsfonds (Zukunftsfonds) mit dem Ziel, einen sozialverträglichen Strukturwandel hin zu einem nachhaltigen Wirtschafts- und Gesellschaftssystem zu fördern.<sup>3</sup>

1 Z. B. G. Corneo: Eine universelle Zusatzrente durch optimierte Risikoübernahme, in: ifo Schnelldienst, 72. Jg. (2019), H. 14, S. 8-11; C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding: Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds, ifo Studie, ifo Institut, München 2019.

2 A. Atkinson: Inequality: What Can Be Done, Cambridge MA 2015.

3 Wissenschaftlicher Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen (WBGU): Entwicklung und Gerechtigkeit durch Transformation: Die vier großen I, Sondergutachten, Berlin 2016.

## Staatsfonds: eine kurze Systematisierung

Die aktuelle Diskussion verbindet viele Vorstellungen mit dem Begriff „Staatsfonds“. Folgt man der klassischen Definition eines Sovereign Wealth Funds, ist ein Staatsfonds ein spezieller Fonds in öffentlicher Hand, der mit einer makroökonomischen Zielsetzung gehalten, gemanagt oder verwaltet wird, um finanzielle Ziele zu erreichen. Dabei muss zumindest ein Teil des Vermögens im Ausland angelegt werden. In Abgrenzung zu anderen Arten öffentlich gehaltenen Vermögens erfüllt ein Staatsfonds keine expliziten Verbindlichkeiten und verfolgt Ziele mit einem sehr langfristigen Anlagehorizont.<sup>4</sup> Diese Definition grenzt Staatsfonds insbesondere von den in Deutschland diskutierten Fondslösungen zur Alterssicherung oder des Vermögensaufbaus ab, in denen individuelle Ansprüche auf Auszahlung bestehen.

Weiterhin unterscheiden sich die unterschiedlichen Ansätze für Staatsfonds in ihrer Zielorientierung. Entscheidend für die Ausgestaltung (Umfang, Finanzierung, Ausschüttungs-<sup>5</sup> und Anlagestrategie) ist, zu welchem Zweck der Fonds ins Leben gerufen wird.<sup>6</sup> Zur Unterscheidung der Vorschläge zu einem deutschen Staatsfonds bieten sich voneinander abgrenzbare Zielsetzungen an: Pensionsfonds, Rücklagen- und Sparfonds, direkte Ausschüttungsfonds sowie Entwicklungs-, Infrastruktur- und Investitionsfonds.<sup>7</sup>

## Pensions- oder Rentenfonds

Pensionsfonds sind der am prominentesten diskutierte Fondstyp und können ein Instrument sein, eine starke

kapitalgedeckte Komponente neben dem umlagefinanzierten gesetzlichen Rentensystem zu etablieren. Ein Staatsfonds könnte Vermögen akkumulieren, um in Zukunft eine kapitalgedeckte Zusatzrente zu finanzieren.<sup>8</sup> Wachsende pensionsähnliche Eventualverbindlichkeiten in der Zukunft stellen für viele entwickelte Länder eine Herausforderung dar, und Länder wie Neuseeland (New Zealand Superannuation Fund) oder Australien (Australian Future Fund) haben erfolgreiche Pensionsfonds etabliert. Die seit Ende der 1990er Jahre gegründeten Versorgungsrücklagen des Bundes und der einzelnen Bundesländer zum Ausgleich der steigenden Pensionsforderungen sind bereits existierende Ansätze dieses Staatsfondstypen in Deutschland.<sup>9</sup> So zahlt der Freistaat Bayern zur Sicherung der künftigen Vorsorgeaufwendungen jährlich 100 Mio. Euro zuzüglich vereinnahmter Versorgungszuschläge in seinen Bayerischen Pensionsfonds, der Ende 2015 ein Gesamtvermögen von 2,35 Mrd. Euro besaß.<sup>10</sup> Durch die Fondsentnahmen ab 2023 wird eine jährliche Entlastung des bayerischen Landshaushalts in Höhe von rund 270 Mio. Euro erwartet. Die Gefahr bei einem Pensionsfonds liegt in der Natur, dass Individuen keine direkten Ansprüche an das im Staatsfonds gehaltene Vermögen haben. Ein Beispiel ist der irische Pensionsfonds. Im Zuge der Finanzkrise wurde das Fondsvermögen des irischen National Pension Reserve Fund (NPRF) genutzt, um die irischen Banken zu stabilisieren. Auch in Deutschland wurden in den vergangenen Jahrzehnten Kapitalrücklagen in der Rentenversicherung für kurzfristigere Haushaltsziele reduziert. Vor diesem Hintergrund sind Fondslösungen mit individuellen Ansprüchen der Versicherten einem klassischen Staatsfonds vorzuziehen.

## Rücklagen- und Sparfonds

Intergenerationale Gerechtigkeit wird in Deutschland nicht nur in Hinblick auf die Altersvorsorge diskutiert. Ein Ziel unserer Gesellschaft muss es auch sein, das heutige Wohlstandsniveau für zukünftige Generationen zu erhalten. Sparfonds werden benutzt, um heutiges Vermögen für kommende Generationen in die Zukunft zu transferieren.<sup>11</sup> Das Fondsvermögen wird daher nicht oder nur im geringen Umfang ausgeschüttet. Internationale Beispiele für Sparfonds sind der Qatar Investment Authority

- 4 R. M. Kimmitt: Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy, in: *Foreign Affairs*, 87. Jg. (2008), H. 1, S. 119-130.
- 5 Strategien umfassen regelmäßige und unregelmäßige Ausschüttungen. Bei einer regelmäßigen Ausschüttungsstrategie werden die erwirtschafteten Fondsgewinne in festen Zeitabständen entweder dem Staatshaushalt zugeführt, um diesen generell zu entlasten oder Mittel für Investitionen (z.B. für Bildung oder Infrastruktur) bereitzustellen (indirekte Ausschüttung) oder direkt an die Bevölkerung ausgezahlt (direkte Ausschüttung). Die Gewinne unregelmäßig ausschüttender Staatsfonds werden hingegen nur zur makroökonomischen Stabilisierung bei bestimmten Ereignissen verwendet. Ohne ein Ereignis, das einen Eingriff rechtfertigt, werden die Fondsgewinne wieder in den Staatsfonds reinvestiert.
- 6 D. G. Fernandez, B. Eschweiler: *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, JP Morgan Research, New York 2008.
- 7 T. Bönke, A. Harnack: Ein Staatsfonds für Deutschland? Grundüberlegungen und internationale Vorbilder, Bertelsmann Stiftung: *Inklusives Wachstum für Deutschland*, Bd. 8, 2017. Stabilisierungsfonds werden nicht betrachtet. Sie stellen die ursprüngliche Form der Staatsfonds dar. Ihr Ziel ist es, schwankende Rohstoffpreise und Wechselkurse auszugleichen und externe Schocks zu kompensieren. Vgl. S. Griffith-Jones, J. A. Ocampo: *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective*, Columbia University Initiative for Policy Dialogue, Working Paper, 2008.

8 Z. B. C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding, a. a. O.

9 DBB Beamtenbund und Tarifunion: *Versorgungsrücklage*, Lexikon, 2016, <https://www.dbb.de/lexikon/themenartikel/v/versorgungsruecklage.html> (12.8.2019).

10 Bayerisches Staatsministerium der Finanzen, für Landesentwicklung und Heimat: *Geschäftsbericht 2015 Bayerischer Pensionsfonds*, 2016.

11 S. Kern: *Staatsfonds und Investitionspolitik – der aktuelle Stand*, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Nr. 449, 2009.

(Katar) oder der Khazanah Nasion Berhad (Malaysia). In Rücklagenfonds sollen Devisenüberschüsse langfristig effizient angelegt werden, häufig mit strategischen Motiven. Auf diese Weise können die ökonomischen Kosten hoher Devisenreserven aufgrund hoher Außenhandelsüberschüsse gesenkt werden. Bei dieser Staatsfondsart kann keine einheitliche Ausschüttungsstrategie beobachtet werden. Investiert wird bevorzugt in ausländische Unternehmensbeteiligungen. Der China Investment Corporation (China) und der Government of Singapore Investment Corporation (Singapur) sind Rücklagenfonds.



**Dr. Teresa Schlüter** ist affiliierte Scholar am Institut für transformative Nachhaltigkeitsforschung in Potsdam.



**Prof. Dr. Dr. h. c. Hans-Joachim Schellnhuber** ist Direktor Emeritus am Potsdam Institut für Klimaforschung.

© Frédéric Batiier



**Prof. Dr. Tom Krebs, Ph.D.**, ist Professor für Makroökonomik und Wirtschaftspolitik an der Universität Mannheim.

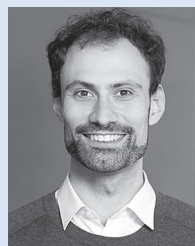
## Autorinnen und Autoren des Zeitgesprächs



**Prof. Dr. Timm Bönke** ist Juniorprofessor für Öffentliche Finanzen an der Freien Universität Berlin.



**Prof. Dr. Dr. h. c. Clemens Fuest** ist Präsident des ifo Instituts und Professor für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.



**Dr. David Löw Beer** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für transformative Nachhaltigkeitsforschung in Potsdam.



**Dr. Jens Boysen-Hogrefe** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung „Makroökonomische Politik in unvollkommenen Märkten“ und im Prognose-Zentrum des Instituts für Weltwirtschaft in Kiel.



**Prof. Dr. Dr. h. c. Claus Leggewie** ist Inhaber der Ludwig Börne-Professur an der Justus-Liebig-Universität Gießen.



**Salomon Fiedler, M. Econ.**, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Weltwirtschaft in Kiel.

© Lotte Ostermann

In Deutschland fordern die beiden Ökonomen Daniel Gros und Thomas Mayer einen deutschen Vermögensbildungsfonds, der als Rücklagen- und Sparfonds subsumiert werden kann.<sup>12</sup> Sie argumentieren, dass ein solcher Staatsfonds unter anderem durch die hohen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands finanziert werden könnte. Insbesondere stünde dafür ein großer Teil von Auslandsforderungen in Form von riskanten Hilfskrediten für finanzschwache europäische Länder zur Verfügung.

Ein solcher Vermögensbildungsfonds würde vor allem Rücklagen und Devisenüberschüsse für Deutschland langfristig besser anlegen, um beispielsweise auch einen Pensionsfonds zu unterstützen. Es handelt sich somit nicht um einen durch Steuern oder Schulden finanzierten Fonds, sondern um die Anlage vorhandener Vermögenspositionen. Investiert werden soll weiterhin im europäischen Raum, aber auch am nicht-europäischen und deutschen Markt.

### Direkte Ausschüttungsfonds

Rund die Hälfte aller Deutschen besitzt kein nennenswertes Vermögen und kann nicht von den stark gestiegenen Kapitalmarktrenditen profitieren. Gleichzeitig ist auch der deutsche Arbeitsmarkt alleine scheinbar nicht mehr in der Lage, eine gleichmäßige Teilhabe am wachsenden Wohlstand zu garantieren. Direkte Ausschüttungsfonds, deren Erträge regelmäßig als direkte monetäre Transfers an die Bevölkerung ausgeschüttet werden, können für Deutschland ein mögliches Instrument für ein inklusiveres Wachstum sein.

Die prominenteste Form eines direkten Ausschüttungsfonds stellt die soziale Dividende dar, die unter anderem von bekannten Wirtschaftswissenschaftlern wie Anthony Atkinson und in Deutschland Giacomo Corneo vorgeschlagen wird.<sup>13</sup> Dabei wird ein kleines Bürgergeld über die Gewinne eines Staatsfonds finanziert.<sup>14</sup> Letzterer soll aber nicht nur als Instrument für ein inklusives, sondern auch für nachhaltiges Wachstum dienen. Denn die Investitionen in weltweite Unternehmen sollen

an ethische Vorgaben geknüpft werden. Je nach Höhe der angestrebten Dividende soll eine Finanzierung des Staatsfonds über Steuern und/oder die Aufnahme von Schulden erfolgen.

Dieser Staatsfondstyp zeichnet sich insbesondere durch seine Ausschüttungsstrategie aus: Regelmäßig werden die Fondserträge direkt an alle oder bestimmte Gruppen von Bürgern ausgezahlt. So kann eine breite und direkte Teilhabe der Bevölkerung gewährleistet werden. Das weltweit einzige existierende Beispiel für diesen Fondstypus ist der Alaska Permanent Fund. Der Fonds des amerikanischen Bundesstaats Alaska wurde 1976 gegründet und wird über Einnahmen aus der Ölbranche finanziert. Die Hälfte des jährlichen Fondsgewinns wird jedem Einwohner Alaskas zu gleichen Teilen zur freien Verfügung ausgezahlt. Im Jahr 2015 betrug die ausgezahlte Dividende pro Kopf 2072 US-\$. Die andere Hälfte des Gewinns wird dem Fondsvermögen zugeführt.<sup>15</sup>

Neben einer sozialen Dividende wie in Alaska sind aber auch andere direkte Ausschüttungsstrategien denkbar: So könnte eine direkte Ausschüttung an Rentner als eine kapitalgedeckte Grundrente das umlagefinanzierte System entlasten,<sup>16</sup> oder ein einmaliger Vermögenstransfer im jungen Erwachsenenalter als soziale Erbschaft<sup>17</sup> die Chancengleichheit erhöhen.

### Entwicklungs-, Infrastruktur- und Investitionsfonds

Deutschlands Infrastruktur benötigt Kapital, und um den Wohlstand auch zukünftig zu sichern, sind wir auf Innovationen und die Entwicklung von Zukunftstechnologien angewiesen. Deshalb werden immer wieder Forderungen laut, dass hochinnovative Technologien in Deutschland stärker gefördert werden müssen. Eine notwendige Voraussetzung für Innovationen ist dabei eine funktionierende Infrastruktur, die stetig mit den aktuellsten Entwicklungen Schritt halten muss. Eine Idee, dies zu finanzieren, wäre ein Staatsfonds, der in den Ausbau der deutschen und europäischen Infrastruktur investieren könnte. Solche Maßnahmen sollen langfristig zu einem größeren Wachstum, insbesondere im Technologiesektor, aber auch in anderen strategisch wichtigen Bereichen führen. Neben der Bereitstellung von Kapital für Infrastruktur oder Investitionen in Forschung und

12 D. Gros, T. Mayer: A Sovereign Wealth Fund to Lift Germany's Curse of Excess Savings, CEPS Policy Brief, Nr. 280, Brüssel 2012. Ihrer Meinung nach wäre ein weiterer positiver Effekt, dass dieses Vorgehen zu einer Abwertung des Euro führt und somit auch in den finanzschwachen Staaten Europas die Exportquote und damit die Leistungsbilanz verbessern könnten.

13 A. Atkinson, a. a. O.; G. Corneo: Inequality, Public Wealth, and the Federal Shareholder, CESifo Working Paper, Nr. 5861, 2016.

14 T. Bönke, C. Frank, A. Harnack: Die Soziale Dividende: Utopie oder realistische Politikoption?, Bertelsmann Stiftung: Inklusives Wachstum für Deutschland, Bd. 21, 2018.

15 Alaska Permanent Fund Corporation, 2016, <https://apfc.org/home/Content/aboutFund/aboutPermFund.cfm> (12.8.2019).

16 G. Corneo: Inequality, Public Wealth ..., a. a. O.

17 Z. B. T. Bönke, A. Harnack: Die Soziale Erbschaft: Ansatz für eine neue Vermögenspolitik?, in Progressives Zentrum and Bertelsmann Stiftung (Hrsg.) Soziale Marktwirtschaft: All inclusive? Bd. 3: Vermögen, Bertelsmann, 2017.

Entwicklung kann ein solcher Fonds auch genutzt werden, um in nationale Schlüsselunternehmen zu investieren und diese bei Bedarf vor ungewollten Übernahmen aus dem Ausland schützen. Zudem könnte ein solcher Staatsfonds ein Gegengewicht zu anderen Staatsfonds schaffen, die weltweit strategische Investitionen tätigen. Darüber hinaus könnte ein Investitionsfonds mit seiner Anlagestrategie gezielt wirtschaftliche Transformationsprozesse unterstützen, um z. B. einen sozialverträglichen Strukturwandel hin zu einem nachhaltigen Wirtschafts- und Gesellschaftssystem zu fördern.<sup>18</sup>

Entwicklungsfonds dienen insbesondere dem Aufbau von Vermögen zur Unterstützung der heimischen Wirtschaft. Investitionen mit starkem Heimatbezug sollen gezielt die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes oder einer Region steigern.<sup>19</sup> Ein Entwicklungsfonds wird daher auch kein Vermögen im klassischen Sinne ausschütten, sondern vorzugsweise in das eigene Land oder in Länder in der Nachbarschaftsregion reinvestieren. Innerhalb Europas hatten Italien und Frankreich die bekanntesten Entwicklungsfonds. Der unter dem damaligen französischen Staatspräsidenten Nicolas Sarkozy 2008 gegründete Staatsfonds soll laut eigener Aussage insbesondere angeschlagene, heimische Unternehmen vorübergehend unterstützen, um sie vor strategischen Übernahmen aus dem Ausland zu schützen.<sup>20</sup> Vorwiegend Firmen aus der Luft- und Raumfahrtbranche, dem innovativen Technologiesektor und der Autoindustrie sollen davon profitieren. Auch der Ausbau der öffentlichen Infrastruktur wird mitfinanziert. Hier wird der Staatsfonds zu einem Instrument staatlich gelenkter Industriepolitik. Das Modell erwies sich aber nicht als erfolgreich und der französische Staatsfonds wurde 2013 in die öffentliche französische Förderbank Bpifrance, die mehrere Investitionsfonds verwaltet, integriert. Frankreich verfügt seitdem nicht mehr über einen Staatsfonds im klassischen Sinne. Eine analoge Entwicklung fand in Italien mit der Überführung des Italien Strategic Fund in das italienische Kreditinstitut Cassa Deposito e Prestiti (CDP) 2016 statt. In Staaten mit Entwicklungsfonds, die über Rohstoffe finanziert werden, besteht zusätzlich durch die hohen inländischen Investitionsvolumina die Gefahr der holländischen Krankheit. Inländische Investitionen können zudem Vetternwirtschaft und Korruption begünstigen.

18 Wissenschaftlicher Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen (WBGU), a. a. O.

19 M. Allen, J. Caruana: Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, International Monetary Fund, 2008.

20 H. Alich: Frankreich schafft Staatsfonds, Handelsblatt vom 20.11.2008, <https://www.handelsblatt.com/politik/international/angreifer-fernhalten-frankreich-schafft-staatsfonds/3057666.html?ticket=ST-6938200-YLdZkQczDiCuYELXISwf-ap4> (12.8.2019).

## Welchen Fonds braucht Deutschland?

Erfolgskriterien für einen Staatsfonds sind seine Verwaltung und seine Anlagestrategie. Oft wird als Vorbild der norwegische Staatsfonds (Government Pension Fund Global) herangezogen. Er zeichnet sich durch eine regierungsunabhängige Organisation, ein international diversifiziertes Portfolio aus Minderheitsbeteiligungen, dem Verbot von Inlandsinvestitionen und ethische Investitionsrichtlinien aus. Zudem darf laut seiner Statuten nur die durchschnittlich erwirtschaftete Rendite ausgeschüttet werden.<sup>21</sup>

Orientieren sich die Überlegungen für einen deutschen Staatsfonds an diesen Vorgaben, schließt dies z. B. die Einrichtung eines klassischen Entwicklungs- oder Infrastrukturfonds aus. Auch zeigen die Erfahrungen von Italien und Frankreich mit ebenso einem im Inland investierenden Fonds, dass dieser eher zu einer Vermögensvernichtung führen kann. Um das Ziel der Infrastrukturfinanzierung mittels eines Staatsfonds zu erreichen, wäre beispielsweise ein Sparfonds möglich, der mit seinen Ausschüttungen Infrastrukturprojekte fördert. Dies würde allerdings bedeuten, dass zunächst ein beträchtliches Vermögen aufgebaut werden müsste. Nötige Infrastrukturinvestitionen könnten sich so unnötig verzögern. Zieht man dieselben Lehren wie Italien und Frankreich, wird man ein Investitionsbankmodell dem eines Staatsfonds vorziehen.

Auch im Bereich der Pensions- oder direkten Ausschüttungsfonds mag ein klassischer Staatsfonds nicht die erste Wahl sein. Ist es das Ziel, einem Individuum eine Ausschüttung in Form einer Rente oder eines Bürgergelds zu finanzieren, mag es sinnvoll sein, ein Modell staatlich verwalteter oder regulierter Vermögenskonten zu etablieren. Die skandinavischen Rentenfonds sind hierfür Vorbilder. Ein klassischer Staatsfonds bietet immer die Gefahr, Begehrlichkeiten in Zeiten angespannter Haushaltslagen zu wecken. Irland mag hier als mahnendes Beispiel dienen.

Möchte man den Schatz der Bonität<sup>22</sup> heben und für zukünftige Generationen sichern, wäre ein Spar- oder Rücklagenfonds die beste Staatsfondslösung, um gezielt einen Vermögensstock aufzubauen und sich politische Handlungsspielräume für die Zukunft zu erhalten.

21 T. Bönke, A. Harnack: Ein Staatsfonds für Deutschland?, ..., a. a. O.

22 C. Fuest: Der Schatz der Deutschen, in: Handelsblatt vom 5.12.2018.

David Löw Beer, Claus Leggewie, Teresa Schlüter, Hans-Joachim Schellnhuber

## Ein Zukunftsfonds für die Nachhaltigkeitswende

Eine nachhaltige Entwicklung erfordert einen Wandel in der Art und Weise, wie wir mit natürlichen Ressourcen umgehen, wie wir produzieren, konsumieren, uns fortbewegen und uns ernähren. Die Vereinten Nationen haben mit der Agenda 2030 und dem Übereinkommen von Paris 2015 entsprechende Zielsetzungen international festgeschrieben. Doch obwohl ein klimawissenschaftlicher Konsens besteht, dass bis 2050 eine nahezu vollständige Dekarbonisierung erfolgen sollte, und Klimaschutz für die Wähler eines der wichtigsten Themen bei der Europawahl war,<sup>1</sup> ruft eine ambitionierte Klimapolitik weiterhin Bedenken hervor, welche die Wettbewerbsfähigkeit, Energieversorgungssicherheit, die Zukunft von Arbeitsplätzen in emissionsintensiven Branchen oder Fragen der Sozialverträglichkeit von Konversionsprogrammen betreffen. Genau mit Blick auf diese Sorgen schlagen wir einen Zukunftsfonds vor, also einen sozial-marktwirtschaftlichen Weg zur erforderlichen Dekarbonisierung. Mit einem solchen Fonds können der private und öffentliche Kapitalstock modernisiert, die Klimaziele sozial gerecht erreicht und ein Beitrag zur Steigerung von Wohlfahrt und Lebensqualität geleistet werden. Im „Zukunftsfonds“ sind drei wesentliche Aspekte verbunden: Er wird sozial und ökologisch nachhaltig finanziert, seine Mittel werden anhand der Prioritäten einer Nachhaltigkeitswende verwendet und mögliche Renditen werden für einen sozialen Ausgleich im Übergangsprozess eingesetzt. Auf diese Weise könnte er einen wesentlichen Beitrag für die Umsetzung des bestehenden internationalen Zielkanons leisten.

Im Folgenden argumentieren wir, warum die CO<sub>2</sub>-Bepreisung ein notwendiger, aber kein hinreichender Ansatz für das Klimaproblem ist. Daraufhin wird das Instrument des Zukunftsfonds dargelegt und in aktuelle Debatten um Nachhaltigkeitstransformationen, nachhaltige Investments und Staatsfonds eingebettet. Abbildung 1 stellt die verschiedenen Elemente des Zukunftsfonds grafisch dar.

### Finanzierung des Zukunftsfonds durch CO<sub>2</sub>-Bepreisung: richtig, aber nicht ausreichend

Als Beitrag zum Klimaschutz wird aktuell zum einen insbesondere eine Ausweitung des EU-Emissionshandels auf andere Sektoren neben der Industrie, Energiewirtschaft

und dem Flugverkehr und zum anderen eine Besteuerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen diskutiert. Beide Vorschläge haben ökonomisch weitgehend den gleichen Wirkungsmechanismus: Emissionen werden verteuert und dadurch entsteht ein Anreiz, sie zu vermeiden oder zu reduzieren. Wenn, so wie angedacht, ein einheitlicher CO<sub>2</sub>-Preis erhoben würde bzw. die CO<sub>2</sub>-Zertifikate vollständig verkauft oder versteigert würden, erfolgt die Emissionsreduktion effizient, d. h., dass die kostengünstigsten Klimaschutzmaßnahmen ergriffen werden.

Ohne auf die Unterschiede zwischen beiden Ansätzen und einer Reihe nicht-trivialer praktischer Herausforderungen bei einer Emissionsbepreisung eingehen zu können,<sup>2</sup> möchten wir auf zwei Probleme einer Steuerung rein über einen einheitlichen Preis hinweisen:

- Mit einem CO<sub>2</sub>-Preis von 50 Euro/t könnten erstens deutliche Emissionsreduktionen im Stromsektor bewirkt werden, für den Gebäude- und Verkehrssektor wären allerdings deutlich höhere Preise nötig, um nennenswerte Emissionsminderungseffekte zu erzielen.<sup>3</sup> Da die technologische Weiterentwicklung, der Umbau von Infrastrukturen und Sanierungen eine lange Zeit brauchen, reicht eine einheitliche und langsam steigende CO<sub>2</sub>-Bepreisung nicht aus, um die Klimaziele bis 2050 zu erreichen.
- Zweitens bildet eine CO<sub>2</sub>-Bepreisung eben einen Anreiz, CO<sub>2</sub> zu vermeiden. Wenn man allein darauf setzt, besteht die Gefahr, andere gravierende ökologische Gefährdungen aus dem Blick zu verlieren.

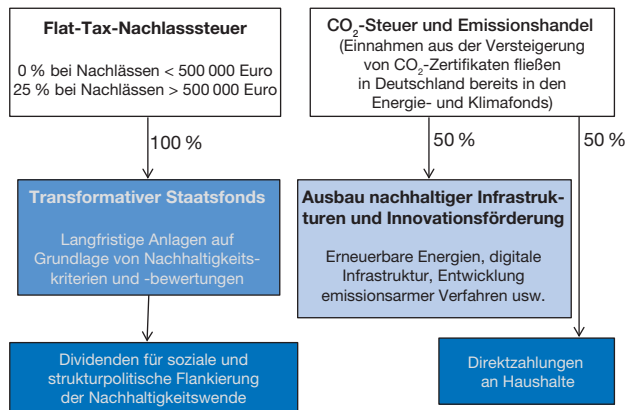
Auch wenn die CO<sub>2</sub>-Bepreisung kein Allheilmittel darstellt, ist sie ein geeignetes und gerechtes Mittel, um aktuelle Emissionen zu verringern, und erzielt eine beachtliche Lenkungswirkung. Wir schlagen sie daher als ein Element vor, um Einnahmen für den Zukunftsfonds zu erzielen. Um die Akzeptanz dieser ökologischen Besteuerung zu erhöhen und eine Mehrbelastung einkommensschwacher Haushalte weitgehend zu vermeiden, sollten 50 % der Einnahmen aus dieser Lenkungsabgabe direkt an die Haushalte zurückgegeben werden.

1 Vgl. ARD-Europatrend: Vorwahlumfrage. Klimaschutz ist das wichtigste Thema, Infratest Dimap, 18.7.2019.

2 Vgl. für einen prägnanten Überblick: F. Matthes: CO<sub>2</sub>-Preis jenseits der Leerformel, Tagesspiegel online, 30.5.2019, <https://background.tagesspiegel.de/co2-preis-jenseits-der-leerformel> (18.7.2019).

3 Vgl. ebenda.

Abbildung 1  
Darstellung der Elemente des Zukunftsfonds



Quelle: eigene Darstellung.

### Nachlasssteuer als Generationenkomponente

Eine CO<sub>2</sub>-Steuer kann allerdings nur die aktuellen Emissionen besteuern. Da sich CO<sub>2</sub> in der Atmosphäre ansammelt, ist die heutige Klimaerwärmung jedoch vor allem durch die kumulierten historischen Emissionen bedingt. Die wirtschaftliche Entwicklung und auch die private Akkumulation von Kapital ging historisch mit der intensiven Nutzung fossiler Energien und somit auch mit CO<sub>2</sub>-Emissionen einher.<sup>4</sup> Um historisch akkumulierte Emissionen zu bepreisen, bietet sich daher zusätzlich eine Besteuerung von Vermögen an. Entsprechend schlagen wir als zweites Finanzierungselement des Zukunftsfonds eine Nachlasssteuer als Generationenkomponente für die Übernahme einer historischen Verantwortung vor.<sup>5</sup> Dabei sollten Nachlässe unter 500 000 Euro steuerfrei bleiben, was etwa 98,5 % der Übertragungen betrifft.<sup>6</sup> Firmen würde die Möglichkeit eingeräumt, Unternehmensanteile in den Fonds zu übertragen, sodass dessen Fortbestand im Erbfall nicht gefährdet wäre. Nachlässe über 500 000 Euro würden einheitlich mit einer Flat-Tax von 25 % besteuert. Neben der ökologischen Funktion würde durch eine solche Nachlasssteuer auch ein Beitrag zu sozialer

4 Vgl. Wissenschaftlicher Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen (WBGU): Entwicklung und Gerechtigkeit durch Transformation: Die vier großen Sondergutachten vom Wissenschaftlichen Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen, Berlin 2016.

5 Im Unterschied zur Erbanfallsteuer (z. B. in Deutschland), bei der der Erbanteil der einzelnen Erben besteuert wird, bildet bei der Nachlasssteuer (z. B. in den USA, Großbritannien) der gesamte Nachlasswert die Steuerbemessungsgrundlage.

6 Vgl. A. Tiefensee, M. M. Grabka: Das Erbvolumen in Deutschland dürfte um gut ein Viertel größer sein als bisher angenommen, in: DIW-Wochenbericht, 84. Jg. (2017), H. 27, S. 565-571.

Gerechtigkeit geleistet, da über die Weitergabe von Vermögen ökonomische Startvorteile weitergegeben werden, die dem Ideal einer liberalen Leistungsgesellschaft zuwiderlaufen. Auch wirkt die gegenwärtige Erbschaftsbesteuerung regressiv, die prozentuale Steuerbelastung fällt bei größeren Erbschaften im Schnitt niedriger aus als bei geringeren.<sup>7</sup>

### Direkte Investitionen des Zukunftsfonds

Die Einnahmen aus der CO<sub>2</sub>-Steuer sollen für den Ausbau nachhaltiger Infrastruktur genutzt werden. Eine nachhaltige Infrastruktur bietet die Basis für eine klimaverträgliche Entwicklung, da sie die Handlungsmöglichkeiten von Wirtschaft und Gesellschaft strukturiert. Weiterhin müssen Innovationen auf den Weg gebracht werden, denn zum Teil gibt es noch keine Alternativen zu CO<sub>2</sub>-generierenden Verfahren in der Industrie. Bei der Herstellung von Zement für die Bauwirtschaft fallen beispielsweise Prozessemissionen an, und ein Umstieg auf E-Mobilität wird nur gelingen, wenn flächendeckend Auflademöglichkeiten zur Verfügung stehen.<sup>8</sup> Da sich Infrastrukturinvestitionen oft erst über lange Zeiträume rentieren und es sich häufig um natürliche Monopole handelt (es ist z. B. wenig sinnvoll, ein zweites Bahnnetz zu errichten), sollte der Aufbau einer nachhaltigen Infrastruktur durch öffentliche Investitionen unterstützt werden.

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) schätzt die erforderlichen globalen Infrastrukturausgaben (Energie, Transport, Wasser und sanitäre Einrichtungen, digitale Infrastruktur) auf 6,3 Billionen US-\$ pro Jahr für die Zeit von 2016 bis 2030. Mit weiteren 0,6 Billionen US-\$ jährlich könnten diese Investitionen so gestaltet werden, dass das 2°C-Ziel wahrscheinlich erreicht würde. Die zusätzlichen Investitionskosten würden durch Einsparungen bei Energiekosten sowie durch den Einsatz emissionsarmer Technologien und Infrastruktur mehr als ausgeglichen.<sup>9</sup> In Deutschland besteht bereits ein Sondervermögen, das für Klimaschutzmaßnahmen zweckgebunden ist. Mit der Einrichtung des Emissionshandels im Jahr 2008 wurde in Deutschland der Energie- und Klimafonds (EKF) geschaffen. In ihn fließen die Einnahmen aus der Versteigerung von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten abzüglich der Ausgaben für die im Umweltbundesamt angesiedelte Deutsche Emissionshandelsstelle (DEHSt). Da die CO<sub>2</sub>-Preise bisher sehr niedrig waren, hatte der Fonds bislang wenig Schlagkraft. Mit den steigenden

7 Vgl. D. Löw Beer et al.: Transformationsfonds für die Nachhaltigkeitswende, in: Leviathan, 46. Jg. (2018), H. 3, S. 309-335.

8 Vgl. IEA: Global EV outlook 2018. Towards cross-modal electrification, Wien 2018.

9 Vgl. OECD: Investing in Climate, Investing in Growth – a synthesis, Paris 2017.



Zertifikate-Preisen hat sich die Situation geändert. 2018 sind dem EKF 2,563 Mrd. Euro zugeflossen, mit denen Investitionen getätigt werden können.<sup>10</sup>

### Transformativer Staatsfonds

Um Unternehmen, die zur Transformation beitragen, langfristig und verlässlich zu finanzieren, schlagen wir zweitens die Akzentuierung in Richtung auf einen *transformativen* Staatsfonds vor. Für Investoren erscheinen nachhaltige Unternehmen häufig wenig attraktiv. Oft realisieren sie nur diejenigen Investitionen, die eine hohe Rendite versprechen, weil nachhaltige Unternehmen mit hohen Risiken,<sup>11</sup> hohen Investitionssummen<sup>12</sup> und besonders langen Anlagezeiträumen<sup>13</sup> verbunden werden. Selbst in bereits etablierte klimafreundliche Technologien, wie erneuerbare Energien, werden im gegenwärtigen Finanzsystem zu wenige Mittel investiert, um die Finanzierungsbedarfe der Transformation zu decken, weil Schwankungen von CO<sub>2</sub>-Preisen oder Risiken bei Kapazitäts- und Umsatzwachstum befürchtet werden.<sup>14</sup> Und das, obwohl eine Reihe aktueller Studien zeigt, dass eine Umstellung des globalen Energiesystems auf erneuerbare Energien nur noch in geringem Maße ein technologisches Problem darstellt.<sup>15</sup>

Um Unternehmen, die zur Nachhaltigkeitswende beitragen, langfristig und verlässlich zu finanzieren, schlagen wir deshalb mit dem Zukunftsfonds ein öffentliches Finanzierungsinstrument außerhalb des Staatshaushaltes vor. Dieser würde, einer nachhaltigen Anlagestrategie folgend, solche Unternehmensanteile auf den Finanzmärkten erwerben, die einen Beitrag zu einer 2°C-kompatiblen Wirtschaft und dem Erreichen der Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen leisten. Ein nachhaltiger Staatsfonds hätte eine doppelte Signalwirkung. Zum einen werden nachhaltige Unternehmen an den Markt herangeführt und somit mittelfristig nachhaltige Unterneh-

men und Sektoren für private Investments weiter geöffnet. Zum anderen demonstriert die öffentliche Hand, dass sie Klima- und Nachhaltigkeitsziele umsetzen will – eine klare Forderung der aktuellen Bewegungen gegen Klimawandel und Artensterben. Als Minderheitseigentümer könnte ein Staatsfonds außerdem seinen Einfluss für ein nachhaltigeres Unternehmensmanagement geltend machen.

Dass Staatsfonds ökonomisch erfolgreich sein können, zeigen bestehende Beispiele. Der größte Staatsfonds, der norwegische „Government Pension Fund Global“ (Volumen ca. 1 Billion US-\$) erzielt seit 1998 eine durchschnittliche Rendite von knapp 6 % p.a.<sup>16</sup> Durch die Bündelung vieler Projekte wird Risiko gestreut und der dadurch erzeugte Effizienzgewinn zwischen öffentlichen Auftraggebern und Investoren geteilt. Verschiedene private Fonds haben seine Anlagestrategie kopiert. Auch die Entwicklungsbank der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) managt erfolgreich eine Vielzahl kleinerer Nachhaltigkeitsfonds. Welche Rendite der transformative Staatsfonds erzielen kann, ist letztlich davon abhängig, wie schnell es zur Transformation kommt und inwieweit Märkte so reguliert werden, dass sie externalisierte Kosten abbilden. Würden die Emissionen bis zur Mitte des Jahrhunderts tatsächlich auf ein Minimum reduziert, könnte der Fonds von seinen frühzeitigen Investitionen erheblich profitieren (first mover advantage). Auch die Erfahrungen mit privaten Nachhaltigkeitsfonds weisen nicht auf eine schlechtere finanzielle Rendite im Vergleich zu nichtnachhaltigen Investitionen hin.<sup>17</sup> Mögliche Renditen des Fonds, die mit ansteigendem Volumen des Fonds wachsen, sollen zur proaktiven Gestaltung des Strukturwandels genutzt werden, um neue Perspektiven für diejenigen zu schaffen, deren Arbeitsplätze vom Strukturwandel betroffen sind, wie Arbeitnehmer aus der fossilen Energiewirtschaft.<sup>18</sup>

Bei der Ausgestaltung der Anlagekriterien kann sich der Fonds überwiegend an den allgemein akzeptierten Grundsätzen und Praktiken (Santiago-Prinzipien) für Staatsfonds orientieren.<sup>19</sup> Dort werden auch ethische Prinzipien genannt. Diese müssen so gestaltet werden,

10 Vgl. Bundesministerium der Finanzen (BMF): 8. „EKF-Bericht“, Anlage zur BMF-Vorlage 26/19, 2019.

11 Vgl. R. Wüstenhagen, T. Teppo: Do venture capitalists really invest in good industries? Risk-return perceptions and path dependence in the emerging European energy VC market, in: International Journal of Technology Management, 34. Jg. (2006), H. 1-2, S. 63-87.

12 Vgl. S. Ghosh, R. Nanda: Venture capital investment in the clean energy sector, Harvard Business School, Working Paper, Boston MA 2010.

13 Vgl. D. Cumming, I. Henriques, P. Sadorsky: 'Cleantech' venture capital around the world, in: International Review of Financial Analysis, H. 44, 2016, S. 86-97.

14 Vgl. P. R. Hartley, K. B. Medlock III: Changes in the operational efficiency of national oil companies, in: The Energy Journal, 34. Jg. (2013), H. 2, S. 27-57.

15 Vgl. M. Z. Jacobson et al.: 100 % clean and renewable wind, water, and sunlight all-sector energy roadmaps for 139 countries of the world, in: Joule, 1. Jg. (2017), H. 1, S. 108-121; D. Bogdanov et al.: Radical transformation pathway towards sustainable electricity via evolutionary steps, in: Nature communications, 10. Jg. (2019), H. 1, S. 1077.

16 Vgl. Norges Bank: Investment Management: Returns, <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/> (18.7.2019).

17 Vgl. S. Rathner: The Influence of Primary Study Characteristics on the Performance Differential Between Socially Responsible and Conventional Investment Funds: A Meta-Analysis, in: Journal of Business Ethics, 118. Jg. (2013), H. 2, S. 349-363; C. Revelli, J. L. Viviani: Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis, in: Business Ethics: A European Review, 24. Jg. (2015), H. 2, S. 158-185.

18 Vgl. D. Löw Beer et al.: Deutschland braucht einen Zukunftsfonds, in: Handelsblatt vom 7.2.2019.

19 Vgl. International Working Group of Sovereign Wealth Funds: Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, „Santiago Principles“, Washington DC 2008.

dass der Fonds einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung leistet. Grundsätzlich sollte hierfür das Prinzip gelten, dass der Fonds nur in solche Unternehmen und Bereiche investiert, die nicht das zerstören, was ihre eigene Wertschöpfung ausmacht.<sup>20</sup> In der praktischen Umsetzung sollten sich die Kriterien des Fonds an staatlichen Vorgaben einer nachhaltigen Wirtschaft und denen anspruchsvoller privater Nachhaltigkeitsfonds orientieren. Es soll festgelegt werden, in welche Sektoren investiert werden darf (z. B. Energieeffizienz) und in welche nicht. Der Fonds soll sowohl in Start-Ups als auch in etablierte Unternehmen investieren.

Der Fonds muss professionell gemanagt werden. Eine Ansiedlung bei der KfW erscheint dafür sinnvoll. In die Festlegung seiner Kriterien sollen politische Repräsentanten, Vertreter zivilgesellschaftlicher Organisationen und Experten einbezogen werden. Dadurch wird seine Arbeit legitimiert, und es wird sichergestellt, dass in nachhaltige und nicht in politisch opportune Unternehmen investiert wird. Mittelfristig sollte aber kein nationaler, sondern ein europäischer Zukunftsfonds angestrebt werden, der zur Modernisierung der europäischen Wirtschaft beitragen und einen wesentlichen Beitrag zur europäischen Einigung leisten könnte. Diese Zielsetzungen wird sich die neue EU-Kommission voraussichtlich auf ihre Fahnen schreiben.

### Offenheit für neue Zukunftsaufgaben

Mit der zunehmenden Dekarbonisierung werden die Einnahmen aus der CO<sub>2</sub>-Bepreisung langfristig gegen null gehen und die Mittel des EKF somit aufgebraucht. Das über die Nachlasssteuer aufgebaute Staatsvermögen steht dagegen auch künftigen Generationen zur Verfügung. Sollte der Anteil von Arbeitnehmern an der Wirtschaftsleistung weiter abnehmen, böte der transformative Staatsfonds ein Instrument, um Unternehmensgewinne und Wertzuwächse gesellschaftlich breiter zu streuen.<sup>21</sup> Aufgrund des langfristigen Zeithorizonts, den die Nachhaltigkeitswende erfordert, kann die Frage, ob und wann das Volumen des transformativen Staatsfonds gedeckelt und wie die Dividende aus dem Fonds weiter verwendet werden sollte, auch künftigen Generationen überlassen werden.

<sup>20</sup> Vgl. K. N. Farrell, D. Löw Beer: Producing the Ecological Economy: a study in developing fiduciary principles supporting the application of flow-fund consistent investment criteria for sovereign wealth funds, in: Ecological Economics, im Erscheinen.

<sup>21</sup> Wissenschaftlicher Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen (WBGU): Zeitgerechte Klimapolitik: Vier Initiativen für Fairness, Politikpapier 9, Berlin 2018.

Tom Krebs

## Staatlicher Zukunftsfonds für eine erfolgreiche sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft

Deutschland steht vor großen Herausforderungen. In den Städten herrscht Wohnungsnot, auf dem Lande fehlt eine angemessene Daseinsvorsorge und überall bedroht der Klimawandel die Existenzgrundlage kommender Generationen. Es besteht überwiegend Einigkeit, dass diese Herausforderungen nur durch eine dauerhafte Verbesserung der Qualität der öffentlichen Infrastruktur und Dienstleistungen gemeistert werden können. Anders ausgedrückt: Deutschland muss eine sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft durchführen, doch diese Jahrhundertaufgabe kann nur mit einem hinreichenden Angebot an öffentlichen Dienstleistungen in allen Regionen Deutschlands bewältigt werden.

Es gibt also viel zu tun, doch viele Politikbeobachter fragen sich: Warum passiert so wenig? Eine erste Antwort auf diese Frage lautet, dass die Politik bereits erste Fortschritte gemacht hat. In den meisten Städten erlebt der öffentliche Wohnungsbau eine Renaissance, die Rekommunalisierung schreitet langsam voran, ein Konzept zum Kohleausstieg mit unterstützender Strukturpolitik wurde vom Bundeskabinett beschlossen und die Bundesausgaben für Infrastrukturinvestitionen sind in den letzten Jahren stetig gestiegen.

Diese Entwicklungen sind Schritte in die richtige Richtung, aber sie reichen nicht aus. Viele kommunale Verwaltungen müssen nach Jahrzehnten der Sparpolitik erst wieder lernen, öffentliche Investitionsprojekte erfolgreich umzusetzen und wichtige Aufgaben der öffentlichen Daseinsvorsorge zufriedenstellend zu erfüllen. Zudem fließen in der Praxis die Fördermittel des Bundes nicht immer dahin, wo sie den maximalen gesellschaftlichen Nutzen schaffen. Es ist also nicht nur eine Frage des Volumens der öffentlichen Aktivitäten, sondern es muss auch die Effizienz der öffentlichen Investitionen und Dienstleistungen verbessert werden.

Der in diesem Beitrag diskutierte staatliche Zukunftsfonds kann die Quantität und Qualität der öffentlichen Investitionen und Dienstleistungen in allen Kommunen Deutschlands steigern. Damit ist ein solcher Fonds ein wichtiges Instrument, um die notwendige sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft erfolgreich umzusetzen.

### Organisationsstruktur des Zukunftsfonds

Der hier vorgeschlagene Zukunftsfonds ist eine öffentliche Beteiligungsgesellschaft, die kommunale Unternehmen –

z.B. öffentliche Wohnungs- oder Verkehrsunternehmen – bei der Stärkung der Eigenkapitalbasis unterstützt. Zudem kann der Zukunftsfonds die Gründung neuer kommunaler Unternehmen finanziell und organisatorisch begleiten. Es handelt sich um eine öffentlich-öffentliche Partnerschaft zur Stärkung der kommunalen Unternehmen in Deutschland.

Der Zukunftsfonds sollte als Körperschaft des öffentlichen Rechts realisiert werden, deren Aufsichtsrat mit Repräsentanten des Bundes, der Länder und Kommunen, der Arbeitnehmer- und Arbeitgeberseite und den Fachverbänden besetzt wird. Zudem sollte es einen Beirat als beratendes Fachgremium geben, der sich aus Vertretern der Fachverbände und der Wissenschaft zusammensetzt. Konkret sollte der Zukunftsfonds als Aktiengesellschaft des öffentlichen Rechts gestaltet werden, die sich – direkt oder indirekt – im Eigentum des Bundes befindet. Es sind andere Rechtsformen für die Beteiligungsgesellschaft denkbar, aber eine Diskussion der Vor- und Nachteile der verschiedenen Rechtsformen würde den Rahmen des vorliegenden Beitrags sprengen.

Das Grundkapital des öffentlichen Zukunftsfonds speist sich im Wesentlichen aus Finanzmitteln des Bundes. Neben dem Grundkapital und den aus Erträgen gebildeten Rücklagen ist eine weitere Finanzierungsquelle die Emission von Vorzugsaktien (Bürgeraktien). Der Fonds kann zudem Finanzmittel durch Fremdfinanzierung erwerben. Dies sollte hauptsächlich durch die Begebung eigener Anleihen oder zinsgünstiger Darlehen erfolgen. Die Einnahmen des Zukunftsfonds bestehen aus einer Kompensation für die Kapitalbeteiligung an den jeweiligen kommunalen Unternehmen.

### Ökonomische Analyse

Aus makroökonomischer Sicht ist ein staatlicher Zukunftsfonds ein Mittel, um Steuereinnahmen des Bundes und private Ersparnisse für kommunale Investitionen und Dienstleistungen zu mobilisieren. Er verbindet die Bundesebene mit der kommunalen Ebene der öffentlichen Hand, um ein vorgegebenes gesamtgesellschaftliches Ziel – sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft – schnell und kostengünstig zu erreichen. Ein solcher Fonds bietet somit die Möglichkeit, notwendige staatliche Aktivitäten effizienter zu gestalten.

In der öffentlichen Debatte werden gelegentlich Staatsfonds vorgeschlagen, die entweder die kapitalgedeckte

Altersvorsorge stärken oder durch Finanzbeteiligungen Industriepolitik betreiben sollen.<sup>1</sup> Der hier vorgeschlagene Zukunftsfonds sollte trotz gewisser Ähnlichkeiten nicht mit diesen alternativen Staatsfonds verwechselt werden, da er diese beiden Ziele nicht primär verfolgt. Darüber hinaus haben die verschiedenen Vorschläge grundsätzlich unterschiedliche gesamtwirtschaftliche Auswirkungen.

Ein weltweit diversifizierter Staatsfonds zur Stärkung der kapital-gedeckten Altersvorsorge würde den Abfluss inländischer Ersparnisse ins Ausland fördern. In Anbetracht der hohen deutschen Leistungsbilanzüberschüsse ist dies sicherlich ein großer Nachteil.<sup>2</sup> Im Gegensatz dazu ist der hier vorgeschlagene staatliche Zukunftsfonds ein Instrument, um die vorhandenen inländischen Ersparnisse verstärkt zur Finanzierung inländischer öffentlicher Investitionen zu nutzen. Zudem kann ein solcher Fonds durch Crowding-in die privaten Investitionen in Deutschland stärken und zusätzliches Wachstum schaffen.<sup>3</sup>

Ein Staatsfonds zum Erwerb von Finanzbeteiligungen an deutschen Unternehmen würde wie der hier vorgeschlagene Zukunftsfonds die inländischen Investitionen stärken. Trotz dieser Ähnlichkeit gibt es aber einen wesentlichen Unterschied zwischen den beiden Vorschlägen: Der hier vorgeschlagene Zukunftsfonds ist ein Instrument zur Stärkung der öffentlich-öffentlichen Partnerschaften, während ein Staatsfonds zur Umsetzung von Industriepolitik in der Regel eine staatliche Finanzbeteiligung an privat-rechtlichen Unternehmen darstellt.<sup>4</sup>

- 1 Zum Vorschlag eines global investierten Staatsfonds zur Stärkung der Altersvorsorge, vgl. G. Corneo: Ein Staatsfonds, der eine soziale Dividende finanziert, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 19, Juli 2018; sowie C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding: Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds, Ifo-Studie, 2019.
- 2 Die Existenz kostengünstiger privater Alternativen ist eine weitere Schwäche eines global investierten, staatlichen Aktienfonds, vgl. T. Krebs: Grundzüge einer effizienten Altersvorsorge, in: Wirtschaftsdienst, 99. Jg. (2019), H. 1, S. 32-35, <https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2019/1/grundzuege-einer-effizienten-altersvorsorge/> (7.8.2019). Darüber hinaus verharmlosen die Verfechter eines solchen Staatsfonds in der Regel die makroökonomischen Risiken von Aktienfonds und stehen somit im Widerspruch zur einschlägigen wissenschaftlichen Literatur.
- 3 Vgl. T. Krebs, M. Scheffel: Lohnende Investitionen, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 18. Jg. (2017), H. 3, S. 245-262.
- 4 Staatliche Beteiligungen an privaten Unternehmen haben in der Vergangenheit häufig dazu geführt, dass der Staat seine Aufgabe als Regulierer und Wettbewerbshüter nur eingeschränkt wahrgenommen hat. Ein solcher Staatsfonds kann jedoch sinnvoll sein, wenn die staatliche Beteiligung zeitlich begrenzt ist und der staatliche Eingriff in private Unternehmensaktivitäten durch Marktversagen begründet werden kann. Diese Voraussetzungen sind im Prinzip für einen Staatsfonds für Wagniskapital erfüllt, der Start-ups in der sogenannten Later Stage durch Stärkung der Eigenkapitaldecke unterstützt, vgl. R. Phillips, P. Wolter: Der Zukunftsfonds Deutschland, WISO Direkt, Friedrich-Ebert Stiftung, 2019.

Schon in der letzten Legislaturperiode wurden Investitionsfonds des Bundes zur Stärkung der öffentlichen Investitionen aufgelegt, die eine gewisse Ähnlichkeit mit dem hier vorgeschlagenen Zukunftsfonds aufweisen.<sup>5</sup> Doch diese scheinbare Ähnlichkeit verdeckt wesentliche Unterschiede. Die bereits existierenden Investitionsfonds des Bundes zur Stärkung kommunaler Investitionen sind „passive“ Verwaltungsinstrumente, die Finanzmittel nach einem festen Länder-Schlüssel an die Kommunen vergeben und sich im Wesentlichen auf die Überprüfung der Einhaltung formaler Vergabekriterien konzentrieren (Kommunalinvestitionsförderungsgesetz vom 24.6.2015). Der hier vorgeschlagene Zukunftsfonds soll hingegen die Kapitalallokation eigenständig bestimmen und die Finanzmittel dort einsetzen, wo sie den größten Beitrag zur Erreichung des vorgegebenen gesamtgesellschaftlichen Ziels – sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft – leisten. Darüber hinaus kann ein solcher Zukunftsfonds neben den eingesetzten öffentlichen Finanzmitteln zusätzliche private Ersparnisse mobilisieren.

### Die Beispiele öffentlicher Wohnungsbau und öffentlicher Personennahverkehr

Im Folgenden werden zwei Bereiche beispielhaft herausgestellt, in denen ein staatlicher Zukunftsfonds eine wichtige Funktion erfüllen kann: öffentlicher Wohnungsbau und öffentlicher Personennahverkehr (ÖPNV).

Kommunale Wohnungsunternehmen sind zusammen mit den Baugenossenschaften die größten Anbieter bezahlbaren Wohnraums in Deutschland. Nachdem der öffentliche Wohnungsbau beginnend in den 1980er Jahren sukzessive zurückgefahren wurde, hat er in der letzten Dekade eine Renaissance erlebt. Mittlerweile hat sich in der Praxis die Einsicht durchgesetzt, dass klug konstruierter öffentlicher Wohnungsbau unverzichtbar ist und die soziale Ausgewogenheit von Stadtquartieren fördert. Darüber hinaus spielen kommunale Wohnungsunternehmen eine zentrale Rolle in der energetischen Sanierung von bestehenden Gebäuden und dem klimaverträglichen Wohnungsneubau. Ohne die Mitwirkung der kommunalen Wohnungsunternehmen wird das notwendige Ziel eines klimaneutralen Gebäudebestands nicht in einem angemessenen Zeitraum erreicht werden. Ein starker und klimaneutraler öffentlicher Wohnungsbau ist also eine Voraussetzung für eine erfolgreiche sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft im Bereich Wohnen. Doch die kommunalen Wohnungsunternehmen müssen ihre Aktivitäten erheblich ausweiten, um den bestehenden Bedarf zu decken. Bei dieser notwendigen Expansi-

- 5 Insbesondere zu nennen sind hier der Fonds zur Förderung von Infrastrukturinvestitionen finanzschwacher Kommunen (3,5 Mrd. Euro im Zeitraum von 2015 bis 2020) und der Fonds zur Förderung des Schulbaus finanzschwacher Kommunen (3,5 Mrd. Euro im Zeitraum von 2017 bis 2022).

on könnte ein staatlicher Zukunftsfonds helfen. Ein solcher Fonds kann die kommunalen Wohnungsunternehmen durch Aufstockung des Eigenkapitals finanziell unterstützen und die Kommunen oder Länder bei der Gründung öffentlicher Wohnungsbaugesellschaften organisatorisch und finanziell begleiten. Damit beseitigt der Zukunftsfonds einen der Engpässe im Wohnungsbau, denn viele kommunale Wohnungsunternehmen halten sich immer noch beim Neubau zurück, um nicht ihre Eigenkapitalquote zu sehr abzusenken.

Der ÖPNV ist ein zweites Beispiel für den Nutzen eines staatlichen Zukunftsfonds. Die für den Klimaschutz notwendige Verkehrswende erfordert auch im ÖPNV das Ende des fossilen Verbrennungsmotors. Doch während der Schienenverkehr bereits emissionsarm betrieben wird, ist der Einsatz von Bussen mit klimaschonendem Antrieb noch die Ausnahme. Zudem ist besonders in den ländlichen Regionen ein massiver Ausbau des Angebots an öffentlichen Verkehrsmitteln notwendig, um die gesteckten Klimaziele zu erreichen – ohne sinnvolle Optionen können die Menschen auf dem Land keine klimafreundlichen Entscheidungen treffen.

Ein staatlicher Zukunftsfonds kann sicherstellen, dass die notwendige Wende im ÖPNV überall in Deutschland erfolgreich umgesetzt wird. Häufig ist besonders in ländlichen und strukturschwachen Regionen ein Umstieg auf klimaneutrale Verkehrsmittel aus gesamtgesellschaftlicher Perspektive sinnvoll, erscheint aber aus einzelwirtschaftlicher Sicht als unrentabel oder scheitert an der finanziellen Schwäche der Kommune. In solchen Fällen kann der Fonds die kommunalen Verkehrsunternehmen finanziell und organisatorisch unterstützen, damit gesellschaftlich nützliche Investitionen in klimaschonende Mobilität in der Praxis getätigt werden können.

### Vorteile des Zukunftsfonds

Ein staatlicher Zukunftsfonds zur Stärkung kommunaler Unternehmen hätte die folgenden Vorteile gegenüber den bestehenden Instrumenten zur Förderung kommunaler Investitionen und Dienstleistungen:

- **Effiziente Kapitalallokation:** Öffentliche Investitionen werden dort getätigt, wo sie den größten gesellschaftlichen Nutzen erzeugen.
- **Erhöhtes Volumen:** Mit geringem Einsatz von Bundesmitteln kann ein hohes Investitionsvolumen erreicht werden
- **Signalwirkung:** Die Ankündigung einer dauerhaften Politikwende schafft Planungssicherheit bei den Marktakteuren.

Der hier vorgeschlagene staatliche Zukunftsfonds verbessert die Effizienz der öffentlichen Kapitalallokation, indem er die vorhandenen Finanzmittel dort einsetzt, wo sie maximalen gesellschaftlichen Nutzen schaffen. Anders ausgedrückt: Der Fonds betreibt aktives Portfolio-Management mit dem langfristigen Ziel, die notwendige sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft erfolgreich umzusetzen. Darüber hinaus ist ein bundesweit investierter Fonds besser als kommunale Wohnungsunternehmen gegenüber regionalen Wirtschaftsproblemen abgesichert und kann daher Investitionsentscheidungen treffen, die aus gesamtwirtschaftlicher Sicht effizient sind. Schließlich können Effizienzgewinne durch eine wissenschaftliche Evaluierung der einzelnen Beteiligungen und entsprechende Anpassungen des Fonds-Portfolios realisiert werden.

Die genannten zwei Beispiele verdeutlichen den Allokationsvorteil eines solchen Fonds. Im Bereich des Wohnungsbaus würde der Zukunftsfonds insbesondere kleinere bzw. jüngere kommunale Wohnungsunternehmen unterstützen, die in Ballungsräumen mit großem Bedarf an bezahlbarem Wohnraum aktiv sind, aber nicht das notwendige Eigenkapital und Wissen zur Expansion besitzen. Im Bereich des ÖPNV sollte der Schwerpunkt auf den ländlichen und strukturschwachen Regionen liegen, wo häufig ein Umstieg auf klimaneutrale Alternativen aus gesamtgesellschaftlicher Perspektive sinnvoll ist, aber dies aus einzelwirtschaftlicher Sicht unrentabel erscheint oder an der finanziellen Schwäche der Kommune scheitert.

Ein zweiter Vorteil eines staatlichen Zukunftsfonds ist die Möglichkeit, mit begrenzten Bundesmitteln ein erhebliches Volumen an kommunalen Investitionen und Dienstleistungen zu finanzieren. Aus haushaltspolitischer Sicht entsteht ein Hebeleffekt, weil das Fremdkapital des Fonds und ein Teil des Eigenkapitals aus privaten Ersparnissen bestehen. Zudem würden die Ausgaben des Bundes für das bereitgestellte Eigenkapital nicht den für die Schuldenbremse relevanten Haushaltssaldo belasten, denn Ausgaben für Beteiligungen an rechtlich unabhängigen Unternehmen werden im Bundeshaushalt als finanzielle Transaktionen gebucht. Hingegen würde die Einhaltung der „schwarzen Null“ – also der Vermeidung von Neuverschuldung auf Bundesebene – sehr wohl von solchen Bundesausgaben betroffen sein.

Ein letzter Vorteil eines staatlichen Zukunftsfonds ist seine Signalwirkung, die Planungssicherheit für Marktakteure schafft. Die Ankündigung eines nachhaltigen Instruments zur Förderung der öffentlichen Investitionen auf kommunaler Ebene zeigt den betroffenen Akteuren, dass die Bundesregierung aktiv wird und eine dauerhafte Politikwende einleitet. Die damit verbundene Planungssicherheit ist besonders wichtig für die deutsche Bauwirtschaft, die immer noch mit dem Trauma der langen Bau-Rezession von 1996

bis 2006 zu kämpfen hat. Ein langfristig angelegter Staatsfonds zur Stärkung des öffentlichen Wohnungsbaus bietet den Bauunternehmen einen starken Anreiz, ihre Kapazitäten nachhaltig auszuweiten und würde somit einen der Engpässe im Wohnungsbau beseitigen.

### Fazit

Der Klimawandel stellt die Welt vor große Herausforderungen und macht eine ökologische Transformation der Gesellschaft unausweichlich. Deutschland kann hier eine Vorreiterrolle einnehmen. Doch die notwendige ökologische Transformation der Gesellschaft wird nur erfolgreich sein, wenn sie mehr soziale Gerechtigkeit schafft. Der hier vorgeschlagene Zukunftsfonds ist eines von mehreren In-

strumenten, um dieses Ziel durch eine Stärkung der kommunalen Infrastruktur und Dienstleistungen zu erreichen.

Ein staatlicher Zukunftsfonds zur Stärkung der Eigenkapitalbasis kommunaler Unternehmen kann die Quantität und Qualität der öffentlichen Investitionen und Dienstleistungen in allen Kommunen Deutschlands steigern. Ein solcher Fonds hat drei Vorteile gegenüber den bestehenden Instrumenten zur Förderung kommunaler Investitionen und Dienstleistungen: Eine effizientere Allokation des öffentlichen Kapitals, ein gesteigertes Volumen der öffentlichen Investitionen und eine Stärkung der Planungssicherheit für Marktakteure. Damit ist er ein wichtiges Instrument, um die notwendige sozial-ökologische Transformation der Gesellschaft erfolgreich umzusetzen.

Clemens Fuest

## Staatsfonds als Chance

Staatsfonds sind eigentlich ein Instrument für Staaten mit großen Rohstoffvorkommen, die Einnahmen aus diesen Rohstoffen in einem Fonds zusammenfassen und anlegen, üblicherweise international breit gestreut. Das bekannteste Beispiel ist der norwegische Ölfonds, der die Einnahmen aus den norwegischen Ölexporten international breit diversifiziert in Aktien, Anleihen und Immobilien anlegt. Das Vermögen des Fonds liegt bei rund 1 Billion Euro. Das entspricht etwa 250 % des norwegischen Bruttoinlandsprodukts (BIP).

### Staatsfonds ohne Ölschatz?

Dass seit einiger Zeit auch in Deutschland über die Schaffung eines Staatsfonds diskutiert wird, liegt leider nicht an neu entdeckten Ölvorkommen, sondern an der Kombination aus dem seit mittlerweile Jahrzehnten anhaltenden Trend zu sinkenden Zinsen, der besonders hohen Nachfrage nach deutschen Staatsanleihen und der sinkenden Staatsschuldenquote Deutschlands. Abbildung 1 illustriert die Entwicklung der Zinsen auf zehnjährige Staatsanleihen seit dem Jahr 2000 für Deutschland, Frankreich und Italien. Während der deutsche Staat im Jahr 2000 für langfristige Schulden noch knapp 6 % Zinsen aufbringen musste, kann er sich heute zum Nulltarif verschulden. Zwischenzeitlich sind die Zinsen sogar in den negativen Bereich gefallen.

In Frankreich ist die Entwicklung sehr ähnlich verlaufen. Allerdings hat sich dort seit der globalen Finanzkrise und

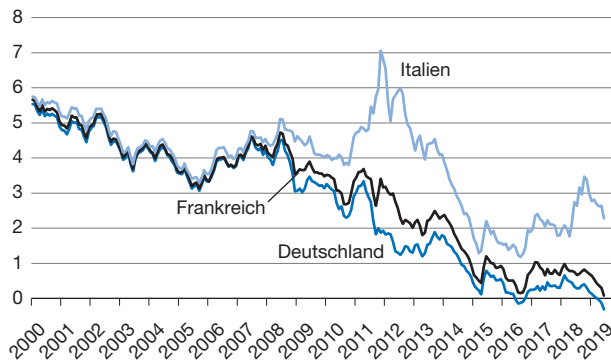
der Verschuldungskrise im Euroraum ein gewisser Zinszuschlag gegenüber deutschen Anleihen etabliert. Bei italienischen Staatsanleihen ist es im Laufe der Eurokrise zu einem erheblichen Anstieg der Risikoprämien gekommen. Die sanken erst nach der Verkündung des Anleihen-Programms der Europäischen Zentralbank (EZB), mit dem die Notenbank sich bereit erklärte, unter bestimmten Bedingungen notfalls unbegrenzt, Anleihen von Staaten mit finanziellen Problemen aufzukaufen. Seit dem Antritt der Koalitionsregierung aus 5 Sterne und Lega Nord sind die Risikoprämien auf italienische Staatsschulden erneut gestiegen.

Die in Abbildung 1 dokumentierte Zinsentwicklung hat weitreichende Implikationen. Vor allem hat sie die Staatsfinanzen im Euroraum massiv entlastet und Spielräume eröffnet, Schulden abzubauen, Staatsausgaben zu erhöhen und Steuern und Abgaben zu senken. In Deutschland ist diese Entlastung vor allem in einen Abbau der Staatsverschuldung geflossen. Das wurde durch eine gute Wirtschaftsentwicklung begünstigt, insbesondere eine steigende Beschäftigung. In Italien und Frankreich sind die Spielräume eher genutzt worden, Staatsausgaben zu erhöhen und Steuern zu senken. Zu einem vergleichbaren Schuldenabbau ist es nicht gekommen.

Abbildung 2 illustriert die Entwicklung der Verschuldungsquoten einiger europäischer Staaten, prognostiziert bis 2023. Die im Vertrag von Maastricht fixierte Schulden-

**Abbildung 1**  
**Zinsen auf zehnjährige Staatsanleihen**

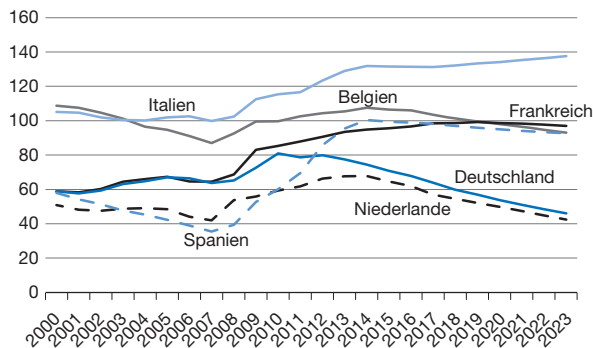
in % auf Basis monatlicher Werte



Quellen: EZB; eigene Berechnungen.

**Abbildung 2**  
**Staatsverschuldungen**

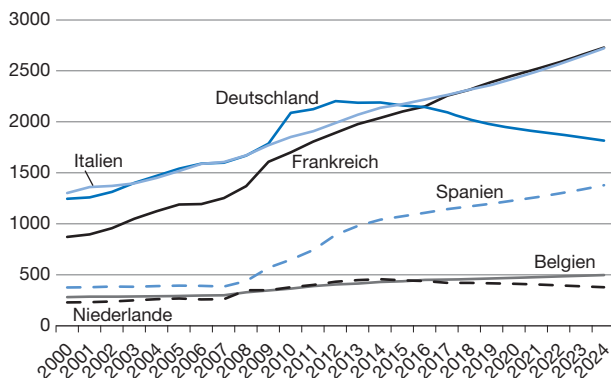
in % des BIP, ab 2018 Prognose



Quellen: IWF: World Economic Outlook; eigene Berechnungen.

**Abbildung 3**  
**Staatsverschuldung**

in Mrd. Euro, ab 2018 Prognose



Quellen: IWF: World Economic Outlook; eigene Berechnungen.

standsgrenze von 60 % des BIP hat Deutschland bereits unterschritten. Wenn die Prognose des Internationalen Währungsfonds (IWF), auf der die Zahlen für die kommenden Jahre beruhen, sich als richtig erweist, wird Deutschland seine Staatsschuldenquote weiter reduzieren: auf 46 % seiner Wirtschaftsleistung im Jahr 2023. Angesichts eines Zinses auf langfristige deutsche Staatsanleihen in Höhe von Null stellt sich die Frage, ob dieser Weg des fortgesetzten Schuldenabbaus unter den gegenwärtigen Bedingungen die optimale Politik darstellt. Man sollte nicht übersehen, dass diese Finanzpolitik den Finanzmärkten eine sehr stark nachgefragte Asset-Klasse nach und nach entzieht. Das wird besonders deutlich, wenn man die Entwicklung der Staatsverschuldung in Euro betrachtet (vgl. Abbildung 3). In absoluten Beträgen an Staatsschulden haben Italien und Frankreich Deutschland bereits 2016 hinter sich gelassen. Sofern Deutschland seine aktuelle Politik fortsetzt, nähert sich die absolute Staatsverschuldung in der zweiten Hälfte des nächsten Jahrzehnts der Staatsverschuldung Spaniens.

Angesichts der niedrigen Zinsen und der sinkenden deutschen Staatsverschuldung wird derzeit vielfach gefordert, Deutschland sollte die Staatsausgaben ausdehnen oder Steuern senken und dafür Defizite in Kauf nehmen. Vor allem öffentliche Investitionen erscheinen angesichts der niedrigen Zinsen derzeit besonders lohnend. Aber selbst Forderungen nach einer Ausdehnung des öffentlichen Konsums finden derzeit viel Unterstützung. Kritiker halten dem entgegen, dass ein Abbau der Staatsverschuldung angesichts der demografischen Entwicklung in Deutschland notwendig sei und öffentliche Investitionen derzeit ohnehin steigen. Ein noch stärkerer Anstieg würde nicht an mangelndem Geld scheitern, sondern am Widerstand der lokalen Bevölkerung gegen Infrastrukturprojekte.

In der Debatte über einen deutschen Staatsfonds geht es nicht um die Frage der optimalen Höhe der Staatsausgaben. Das Konzept eines deutschen Staatsfonds reagiert auf andere Weise auf die Konstellation aus sinkender Staatsverschuldung und niedrigen Zinsen. Die Idee besteht darin, die deutsche Staatsverschuldung auszudehnen (bzw. die Verschuldungsquote nicht weiter sinken zu lassen) und die zusätzlich aufgenommenen Mittel international diversifiziert in Aktien, Immobilien und Anleihen anzulegen. Das lohnt sich, wenn der durch diese Investitionen erzielte Ertrag die auf die Schulden zu entrichtenden Zinsen übersteigt. Die so erzielten Erträge könnten unterschiedlich verwendet werden. Corneo<sup>1</sup> schlägt vor, die Erträge einzusetzen, um eine „soziale Dividende“ zu finanzie-

1 G. Corneo: Ein Staatsfonds, der eine soziale Dividende finanziert, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 19. Jg. (2018), H. 2, S. 94-109.

ren. Fuest<sup>2</sup> und Fuest et al.<sup>3</sup> sehen vor, für alle Bürger eine zusätzliche Säule der Alterssicherung zu schaffen. Grundsätzlich ist es denkbar, die Mittel für alle möglichen Zwecke einzusetzen. Die Mittelverwendung hat allerdings Implikationen für die institutionelle Architektur des Fonds und für seine Auswirkungen auf politische Entscheidungen.

### Kritik am Staatsfonds-Konzept

Die Idee der Schaffung eines deutschen Staatsfonds, der beabsichtigt, mit schuldenfinanzierten Investitionen vor allem im Ausland Erträge zu erzielen, wirft eine Reihe von Fragen auf. Kritiker befürchten vor allem, dass die Hoffnung auf nachhaltige Erträge zu optimistisch ist und dass die Politik sich der Mittel des Fonds bemächtigen und sie zweckentfremden könnte.<sup>4</sup>

Die Erträge eines kreditfinanzierten Staatsfonds hängen vom Anlagevolumen, den Kosten der Administration des Fonds und der Renditedifferenz zwischen den Zinsen auf Staatsschulden und dem erzielbaren Anlagezins ab. Der norwegische Ölfonds hat in den letzten zwei Jahrzehnten durchschnittlich knapp 6% an Erträgen erwirtschaftet, bei administrativen Kosten, die kaum ins Gewicht fallen. Im aktuellen Kapitalmarktumfeld erscheinen derart hohe Einkünfte wenig realistisch. Aber selbst wenn die Rendite nur halb so hoch ist, kann man bei Finanzierungskosten von Null erhebliche Erträge erwirtschaften. In Fuest et al.<sup>5</sup> wird gezeigt, dass man bei einer jährlichen Anlagesumme von 0,5% des BIP und einer Renditedifferenz von nur 2 Prozentpunkten langfristig Überschüsse erzielen würde, die es erlauben, jedem Bürger im Alter von 67 Jahren einen Betrag in Höhe von rund 16 000 Euro auszuzahlen. Das Fondsvolumen würde im eingeschwungenen Zustand bei etwa 11% des BIP liegen. Bei einem größeren Fondsvolumen wären die Erträge entsprechend höher. Es besteht kein Zweifel daran, dass Vermögensanlagen in Aktien und Immobilien auch mit Risiken einhergehen, aber die sind bei entsprechend breiter Streuung der Anlagen vertretbar.

Gleichzeitig drängt sich die Frage auf, warum Deutschland dauerhaft so günstige Verschuldungskonditionen haben sollte, dass der Staatsfonds sich lohnt. Sinkende Schuldzinsen gehen ja prinzipiell mit sinkenden Zinserträgen der Kapitalanleger einher. Tatsächlich gibt es jedoch eine Reihe von Gründen, die dafür sprechen, dass der Zinsrückgang bei den deutschen Staatsschulden stärker

ist als der Rückgang der Renditen auf andere Aktiva. Zum einen ist die Renditedifferenz zwischen als sicher und als riskant betrachteten Anlagen in den letzten Jahren systematisch gestiegen.<sup>6</sup> Zum anderen befindet sich Deutschland in einer besonderen Lage. Sicherlich hängen die guten Verschuldungskonditionen Deutschlands davon ab, dass die wirtschaftliche Entwicklung auch künftig stabil verläuft und die sonstige Staatsverschuldung in sinnvollen Grenzen gehalten wird. Hinzu kommt aber, dass Deutschland durch seine Funktion als Stabilitätsanker und „Safe Haven“ der Eurozone systematische Bonitätsvorteile genießt. So lange deutsche Staatsanleihen als die sicherste Anlageklasse im Euroraum angesehen werden, hat Deutschland einen erheblichen Vorteil bei den Verschuldungskonditionen, den das Land nutzen kann.

Es ist naheliegend zu fragen, ob zusätzliche Schulden, die ein deutscher Staatsfonds aufnehmen würde, mit der im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse und den europäischen Verschuldungsregeln vereinbar wäre. Dabei geht es im Kern um die Frage, wie Verschuldung behandelt wird, die zum Erwerb von Vermögenstiteln aufgenommen wird, das Nettovermögen des Staats also zunächst nicht tangiert. Derzeit sehen die Regelungen vor, dass die deutsche Schuldenbremse derartige Transaktionen nicht in das relevante Defizit einbeziehen würde, die europäischen Verschuldungsregeln hingegen schon. Man kann über den Sinn dieser Verschuldungsregeln lange diskutieren, es ist aber klar, dass Deutschland zur Realisierung des Staatsfonds einen entsprechenden Abstand zu den europäischen Defizitgrenzen halten müsste. Das ist derzeit, bei erheblichen gesamtwirtschaftlichen Überschüssen, kein Problem, aber das kann sich natürlich ändern. All dies spricht aber nicht grundsätzlich gegen das Staatsfonds-Konzept.

Verschiedentlich wird gefordert, die Mittel eines deutschen Staatsfonds in Infrastruktur oder Projekte zum Klimaschutz zu investieren, statt sie renditeorientiert und international diversifiziert anzulegen. Diese Kritik geht an der Sache vorbei. Ob es sinnvoll ist, die Staatsschulden zu erhöhen, um öffentliche Investitionen auszudehnen, ist schlicht eine andere Frage. Eine Konkurrenz kann entstehen, wenn die Neuverschuldung an rechtliche Grenzen stößt und zwischen einer Investition im Staatsfonds und öffentlichen Investitionsausgaben entschieden werden muss. Dann muss die Politik Prioritäten setzen. Es ist durchaus denkbar, die Investitionen des Staatsfonds im Zeitablauf zu variieren.

In einer Gesellschaft mit mündigen Bürgern sollte der Staat den Bürgern nicht vorschreiben, wie sie ihre Erspar-

2 C. Fuest: Der Schatz der Deutschen, in: Handelsblatt vom 5.12.2018, S. 48.

3 C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding: Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds, ifo Studie, April 2019.

4 Vgl. etwa H.-P. Grüner: Sozialismus auf Kredit, in: ifo Schnelldienst, 72. Jg. (2019) H. 14, S. 12-14.

5 C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding, a. a. O.

6 K. Daly: A Secular Increase in the Equity Risk Premium, in: International Finance, 19. Jg. (2016), H. 2, S. 179-200.



nisse anlegen und wie viel sie überhaupt sparen. Deshalb könnte man fordern, dass der Staat die günstigen Finanzierungskonditionen nutzt, um schuldenfinanziert Steuern zu senken. Die Bürger können dann selbst entscheiden, wie sie das Geld anlegen und ob sie lieber sparen oder konsumieren. Prinzipiell ist dem nicht zu widersprechen, allerdings ist es auch in einer liberalen Gesellschaft sinnvoll zu verlangen, dass die Bürger in einem Mindestumfang für das Alter vorsorgen. Außerdem sollte der Staat durchaus Überlegungen zur optimalen Strukturierung des öffentlichen Vermögens anstellen. Dazu gehört es, Renditedifferenzen, wie sie derzeit vorliegen, zu nutzen.

### Politökonomische Einwände gegen Staatsfonds

Der wohl wichtigste Einwand gegen die Errichtung eines Staatsfonds in Deutschland besteht darin, dass die Mittel des Fonds Begehrlichkeiten auslösen könnten und politische Entscheidungen fallen, mit denen diese Mittel zweckentfremdet und für laufende Staatsausgaben eingesetzt werden. Beispielsweise könnte man so versuchen, bestehende Schuldenregeln zu umgehen. Eingriffe könnten aber schon dadurch Schaden anrichten, dass dem Fonds eine bestimmte Anlagepolitik aufgezwungen wird, er beispielsweise gedrängt wird, schwächelnde inländische Großunternehmen zu unterstützen. Hier sind institutionelle Vorkehrungen erforderlich. Das Konzept des „Bürgerfonds“ von Fuest et al.<sup>7</sup> sieht vor, dass die Bundesbank den Fonds verwaltet und jeder Bürger ein individuelles Konto beim Bürgerfonds erhält, mit regelmäßigen Auskünften über den

7 C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding, a. a. O.

Kontostand. Dadurch sollte ein Übergriff auf den Fonds zumindest deutlich weniger wahrscheinlich werden.

### Bürgerfonds als Chance

Die finanzpolitischen Institutionen in Deutschland sind von der Erfahrung eines schleichenden Anstiegs der impliziten und expliziten öffentlichen Verschuldung geprägt, die während der globalen Finanzkrise ihren Höhepunkt erreichte. Dass die deutsche Politik die Probleme mit hohen Staatsschulden erkannt hat und diese in den letzten Jahren abgebaut hat, ist sehr positiv zu bewerten.

Mittlerweile haben sich die Rahmenbedingungen für die Finanzpolitik allerdings geändert. Die implizite Verschuldung in Deutschland nimmt wieder stärker zu, was angesichts des demografischen Wandels problematisch ist. Gleichzeitig ist die weitere Senkung der expliziten Verschuldung angesichts der niedrigen Zinsen auf deutsche Staatsanleihen auf Dauer nicht die optimale Strategie. Es ist also an der Zeit, in der finanzpolitischen Debatte neu über die Rolle der Staatsverschuldung nachzudenken, ohne dabei die Orientierung an der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen infrage zu stellen. Für das Konzept eines schuldenfinanzierten Staatsfonds, der im Ergebnis ein Fonds für die Bürger sein sollte, ist es von zentraler Bedeutung, dass die institutionelle Architektur des Fonds hinreichenden Schutz vor einer Zweckentfremdung bietet. Wenn das gelingt, bietet das Konzept eines deutschen Bürgerfonds die Chance, die aktuelle Zinssituation im Interesse der gesamten Bevölkerung zu nutzen.

Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler

## Fiskalregeln stehen einem Staatsfonds grundsätzlich nicht im Weg

Die Renditen von Bundesanleihen sind auf historisch niedrigem Niveau. Der Bund gilt derzeit als sehr verlässlicher Schuldner. Dieses hohe Vertrauen wurde jüngst von Clemens Fuest als „Schatz der Deutschen“ bezeichnet, vergleichbar mit Bodenschätzen, auf die andere Souveräne zugreifen können, wie z. B. das Nordseeöl im Fall Norwegens. Solange die Renditen alternativer Anlagen selbst unter Berücksichtigung der Ausfallrisiken höher liegen als die Renditen von Bundesanleihen, erscheint es plausibel, einen kreditfinanzierten Staatsfonds aufzulegen, dessen Überschussrenditen für staatliche Aufgaben genutzt werden können. Diverse Vorschläge sehen vor, den Staatsfonds dazu zu nutzen, zumindest eine teilweise Ka-

pitaldeckung des gesetzlichen Rentensystems zu initiieren.<sup>1</sup> Damit die Renditedifferenzen, die den Aufbau eines Staatsfonds plausibel machen, sich tatsächlich realisieren, scheint es wesentlich, dass das Management eines solchen Fonds einem langfristigen Renditeziel und nicht

1 Vgl. T. Bönke, A. Harnack: Ein Staatsfonds für Deutschland? Grundüberlegungen und internationale Vorbilder, Gutachten für die Bertelsmann Stiftung, Gütersloh 2017; G. Corneo: Ein Staatsfonds, der eine soziale Dividende finanziert, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 19 (2018), H. 2, S. 94-109; C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding: Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds, ifo Studie, April 2019.

anderen strategischen oder politischen Zielen verpflichtet und größtmöglich politisch unabhängig ist.<sup>2</sup>

### Fiskalregeln und der Aufbau des Staatsfonds

Ein möglichst unabhängiger Fonds wäre von Vorteil, würde aber vermutlich doch zum Sektor Staat zählen und somit auch unter die Vorgaben der geltenden Fiskalregeln fallen. Welche Möglichkeiten bestehen für einen Staatsfonds vor diesem Hintergrund? Fuest et al.<sup>3</sup> schlagen als Orientierung vor, die jährlich anfallende Differenz zwischen „schwarzer Null“ und der im Fiskalvertrag vorgesehenen strukturellen Defizitgrenze von 0,5 % zu verwenden, um einen Staatsfonds aufzubauen. Hinzu kommen in der Aufbauphase die Erträge des Fonds. Der Vorschlag suggeriert, dass die Mittel für den Aufbau eines Staatsfonds mit anderen Haushaltsmitteln im Rahmen der geltenden Fiskalregeln konkurrieren. Zumindest kurzfristig bedeutete dies einen eher langsamen Aufbau des Fonds.

Allerdings müssen für einen schnelleren Aufbau eines Staatsfonds die Fiskalregeln nicht geändert werden.<sup>4</sup> Lediglich die Vorgabe einer Bruttostaatsschuld von maximal 60 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist bindend. Dass die im Fiskalvertrag festgeschriebenen Budgetziele hingegen nicht wirklich relevant sind, liegt am Unterschied zwischen Finanzierungssaldo, der vom Fiskalvertrag strukturell auf 0,5 % in Relation zum BIP beschränkt ist, und der Nettokreditaufnahme. Beide Konzepte stehen zwar in einem engen Zusammenhang, sind aber nicht deckungsgleich.<sup>5</sup>

2 Die Einflussnahme auf die Investitionsentscheidungen des Fonds oder gar die Geschäftsentscheidungen der Firmen, in die der Fonds investiert, müsste vermieden werden. So sehen B. Bortolotti, V. Fotak, W. Megginson: The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments. in: *The Review of Financial Studies*, 28. Jg. (2015), H. 11, eine reduzierte Rendite bei Firmen, in die Staatsfonds investiert haben, insbesondere wenn Direktorenposten durch diese besetzt werden oder politischer Einfluss ausgeübt wird. A. Knill, B. Lee, N. Mauck: Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk performance of target firms, in: *Journal of Financial Intermediation*, 21. Jg. (2012) H. 2, S. 315-340, finden eine geringere risikobereinigte Rendite für Staatsfonds und führen diese darauf zurück, dass sie eine geringere Kompetenz in der Beaufsichtigung von Firmen als andere Akteure haben. Der Renditenachteil von Staatsfonds ist dabei auf jene Fonds konzentriert, die der politischen Einflussnahme unterliegen, während Fonds, die durch externe Manager verwaltet werden, diesen Nachteil nicht aufweisen, S. Bernstein, J. Lerner, A. Schoar: The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds in: *Journal of Economic Perspectives*, 27. Jg. (2013), H. 2, S. 219-238.

3 C. Fuest, C. Hainz, V. Meier, M. Werding, a. a. O.

4 Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Konjunktur deutlich abgekühlt – Politische Risiken hoch, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2019, Halle (Saale).

5 Deutsche Bundesbank: Europäischer Stabilitäts- und Wachstumspakt: zu einzelnen Reformoptionen, Monatsbericht, April 2019.

### Maastricht-Vertrag beschränkt Staatsfonds

Klar einschränkt wird der Aufbau eines (zunächst) schuldenfinanzierten Staatsfonds durch die Vorgabe im Maastricht-Vertrag, dass die Bruttoschuld des Gesamtstaats den Wert von 60 % in Relation zum BIP nicht übersteigen soll. Entsprechend sind die Möglichkeiten, ausgehend von der aktuellen Staatsschuld, begrenzt. Doch dürften sich angesichts der derzeitigen und der für die kommenden Jahre zu erwartenden Entwicklung deutliche Spielräume ergeben. Das Maastricht-Kriterium zum Bruttoschuldenstand schränkt somit die Möglichkeiten zum Aufbau eines Staatsfonds durch die Ausgabe von zusätzlichen Schuldtiteln ein, verhindert ihn aber nicht grundsätzlich. Insbesondere ist davon auszugehen, dass ein Staatsfonds in den entsprechenden Grenzen ohne Konkurrenz zu den anderen Ausgaben der öffentlichen Haushalte, also ohne zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen aufgebaut werden kann, da in den kommenden Jahren mit einem deutlich sinkenden Bruttoschuldenstand zu rechnen ist (hier spielt auch die Abwicklung der in staatlichem Besitz befindlichen „Bad Banks“ eine Rolle).

Um einen solchen Staatsfonds einzurichten, müssen zusätzliche Staatsschuldtitel ausgegeben werden. Wenn die Verschuldung relativ zu einer vermutlich weiterhin nominal expandierenden Wirtschaftsleistung konstant gehalten werden soll, bedeutet dies eine entsprechend positive Nettokreditaufnahme. Dies scheint auf den ersten Blick mit den Vorgaben des Fiskalvertrags, der ein gesamtstaatliches Defizit in struktureller Form von maximal 0,5 % in Relation zum BIP vorsieht, zu kollidieren.<sup>6</sup> Hier ist jedoch zu beachten, dass der Fiskalvertrag Vorgaben für den Finanzierungssaldo der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) und nicht für die Nettokreditaufnahme macht. Erwerb und Verkauf von Vermögentiteln spielen bei der Berechnung des Finanzierungssaldos keine Rolle. Solange die Vermögentitel des Staatsfonds höher rentieren als die eigenen Schuldtitel, wird der Finanzierungssaldo durch den Staatsfonds sogar entlastet, da die Überschüsse des Staatsfonds in den Staatshaushalt fließen. Anders würde die Sache lediglich dann liegen, wenn der Staatsfonds als nichtstaatliche Einheit gewertet würde. Dann würde der Staat in der Aufbauphase Transfers an den Fonds leisten, die den Finanzierungssaldo belasten. Der Aufbau des Fonds wäre dadurch eingeschränkt, da er dann mit den Ausgaben gemäß VGR konkurrieren würde. Da allerdings jüngst in den VGR der Staatsbegriff eher ausgeweitet wurde – so zählt seit weni-

6 An dieser Stelle wird von der Unterscheidung zwischen Budgetdefizit und strukturellem Budgetdefizit abstrahiert. In struktureller Form sollen vorübergehende Konjunktur- und Einmaleffekte herausgerechnet werden. In der langfristigen Betrachtung sollen also beide Budgetzahlen zu den gleichen Schlussfolgerungen führen.

gen Jahren auch der öffentlich-rechtliche Rundfunk zum Staat –, ist eine Klassifizierung des Fonds als nichtstaatlich selbst bei einer hohen Eigenständigkeit sehr unwahrscheinlich. Sollte es ferner zu einem Ausfall der Vermögensmittel des auch aus Sicht der VGR staatlichen Fonds kommen, würde der Ausfall für sich den Finanzierungssaldo nicht tangieren. Lediglich ausbleibende Zins- und Dividendenzahlungen würden im Zahlenwerk der VGR berücksichtigt.

Insgesamt wäre es nach den Vorgaben des Fiskalvertrags und des Maastricht-Kriteriums „erlaubt“, Kreditmittel über die Defizitvorgabe des Fiskalvertrags von strukturell 0,5 % in Relation zum BIP hinaus in den Staatsfonds zu investieren, solange die Bruttoschuld die 60 %-Marke nicht überschreitet.<sup>7</sup> Der Aufbau des Fonds müsste nicht mit den anderen Ausgaben des Staates konkurrieren, die in Verbindung mit den Einnahmen durch die Vorgaben des Fiskalvertrags gedeckelt sind.

Abweichend vom Fiskalvertrag setzt die Schuldenbremse des Bundes allerdings tatsächlich bei der Nettokreditaufnahme an. Durch § 3 des Ausführungsgesetzes des Grundgesetzartikels 115 ist jedoch geregelt, dass sogenannte finanzielle Transaktionen bei der Berechnung der für die Schuldenbremse relevanten Nettokreditaufnahme nicht berücksichtigt werden sollen. Diese Vorgabe dürfte zwei Zielen dienen. Zum einen führt das Herausrechnen finanzieller Transaktionen zu einer gewissen Vergleichbarkeit mit dem Finanzierungssaldo der VGR, und zum anderen wird damit der Fall ausgeschlossen, dass der Bund „Tafelsilber“ verkauft, um die Vorgaben der Schuldenbremse einzuhalten. Allerdings gilt letzteres auch in die andere Richtung, sodass der zusätzliche Erwerb von „Tafelsilber“ die Vorgaben der Schuldenbremse nicht tangiert. Folglich sind die Vorgaben der Schuldenbremse hier genauso wenig relevant für den Aufbau eines Staatsfonds wie die Vorgaben zum Finanzierungssaldo im Fiskalvertrag.

### Die Rolle von Finanzmarktschwankungen

Beide Kennziffern aus Fiskalvertrag und Schuldenbremse werden konjunkturbereinigt betrachtet. Bei der Konjunkturbereinigung wird der Einfluss von Schwankungen der Auslastung auf verschiedene Ausgaben und Einnahmen der öffentlichen Haushalte aus den tatsächlichen Ergebnissen herausgerechnet. Annahmegemäß reagieren Arbeitsmarktausgaben, Sozialversicherungsbeiträge und verschiedene Steuereinnahmen auf Auslastungsschwankungen.

<sup>7</sup> Die Nettokreditaufnahme weicht auch ohne die Einrichtung eines Staatsfonds regelmäßig vom Finanzierungssaldo ab. Dies gilt es entsprechend zu berücksichtigen.

kungen. Zinsausgaben werden im Rahmen dieses Verfahrens ebenso wie Vermögenseinkommen des Staates als konjunkturinsensitiv eingeschätzt. Die Setzung, dass Zinsausgaben und -einnahmen nicht mit der Konjunktur schwanken, scheint angesichts des Verhaltens kurzfristiger Zinsen nicht sachgerecht, doch liegen die Staatsschulden großenteils längerfristig fest, sodass der Konjunkteinfluss von Jahr zu Jahr begrenzt bleibt, was die genannte Setzung rechtfertigt.

Die Einnahmen aus Dividenden und die Zinserträge aus privatwirtschaftlichen Anleihen könnten hingegen stärker von konjunkturellen Ausschlägen betroffen sein, da z. B. Anleihezinsen von Unternehmen auch ausfallen können. So sank die Summe aus vereinnahmten Zinsen und Dividenden des norwegischen Staatsfonds, der häufig als Referenzpunkt gewählt wird, im Krisenjahr 2009 um gut 12 % im Vergleich zum Vorjahr.

Eine explizite Berücksichtigung solcher Schwankungen in der Konjunkturbereinigung dürfte sehr anspruchsvoll bzw. kaum in einer Form durchführbar sein, die mit Blick auf die politische Relevanz des Verfahrens hinreichend transparent, nachvollziehbar und zugleich sachgerecht ist. Somit müssten die zusätzlichen konjunkturellen Schwankungen vom allgemeinen Budget abgefangen werden, was für sich genommen eine prozyklischere Ausrichtung der öffentlichen Haushalte bedeutete.

Zudem gibt es inzwischen Überlegungen, Bewertungsveränderungen, die das Nettovermögen des Staates tangieren, in den Finanzierungssaldo der VGR zu übernehmen. Sollten sich diese Pläne bei einer Revision der VGR durchsetzen, wären die zusätzlichen konjunkturellen Schwankungen, denen das Budget ausgesetzt wäre, vermutlich deutlich größer. So war die Rendite des norwegischen Staatsfonds wegen erheblicher Bewertungsverluste im Jahr 2008 deutlich negativ (23 %). Dazu folgende Rechnung: Sollte der Staatsfonds an dem 60 %-Maastricht-Kriterium bei mehr oder minder exaktem Einhalten der Schuldenbremse ausgerichtet werden, wäre langfristig ein Fondsvolumen von 40 % bis 50 % in Relation zum BIP plausibel und sollte dieses von einem Jahr zum anderen über 20 % an Wert verlieren, wäre unter der Maßgabe, dass Bewertungsverluste in den Finanzierungssaldo aufgenommen würden, das relevante Defizit zweistellig.

Zugleich ist die aktuelle Regelung zur (Nicht-)Berücksichtigung von Wertverlusten mit Blick auf die Prozyklizität der Finanzpolitik für den Krisenfall zwar günstiger, doch ist sie ebenfalls problematisch, da diese es verhindert, Wertsteigerungen in Ausgaben umzumünzen. Eine Wertsteigerung des Fondsvermögens wird nicht als Einnahme gebucht. Ebenso würde der Verkauf einer Aktie oder An-

leihe keine Einnahme im Sinne der VGR sein, da es sich um eine finanzielle Transaktion handeln würde. Hingegen würde eine damit finanzierte Rentenerhöhung in den VGR ausgabenwirksam. Um dieses Problem zu umschiffen, müsste der Staatsfonds vordringlich Papiere halten, die Zinsen tragen oder relativ hohe Dividenden ausschütten – Nebenbedingungen, die eine effiziente Verwaltung des Fonds erschweren. Zudem würden die Ausschüttungen des Fonds unter den derzeitigen VGR-Standards vermutlich die Schwankungen der Zins- und Dividendeneinnahmen nachvollziehen müssen, wenn man nicht die Finanzpolitik vor zusätzliche Herausforderungen stellen wollte.

Etwas anders würde der Fall liegen, wenn etwaige Erträge eines Staatsfonds zunächst nicht ausgeschüttet, sondern direkt reinvestiert werden, wodurch die zyklische Volatilität an Bedeutung verlieren würde und gleichzeitig der Vermögensaufbau rascher voranschreiten könnte, da keine regelmäßigen Abflüsse auftreten. Sofern das langfristige Ziel wäre, nicht nur dem Bruttoschuldenstand Vermögenswerte entgegenzusetzen, sondern auch einen möglichst großen Teil der gesetzlichen Rente in ein kapitalgedecktes System zu überführen, würde diese Ansparzeit eine erhebliche Zeitspanne in Anspruch nehmen. Allerdings würde ein solches Vorgehen implizieren, dass der Staat dann ausweislich der VGR über viele Jahre hohe Überschüsse erzielen würde, da die zusätzlichen Einnahmen aus Zinsen und Dividenden trotzdem in diesem Rechenwerk auflaufen würden. Politökonomisch dürfte es dann immer wieder die Versuchung geben, diese Überschüsse schließlich doch in den allgemeinen Haushalt umzulenken. Vom Fiskalvertrag wäre dieses Vorgehen schließlich gedeckt.

### Staatsfonds ist mit Fiskalregeln vereinbar, aber ...

Die Fiskalregeln stehen in der aktuellen Situation dem Aufbau eines Staatsfonds nicht im Wege, auch müssen die dafür vorgesehenen Mittel nicht mit anderen Mitteln

konkurrieren. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass zusätzliche Einnahmen in die öffentlichen Haushalte fließen, die vermutlich sehr volatil sind. Nahezu dramatisch würde dies, wenn Bewertungsgewinne und -verluste in den VGR abgebildet werden sollten – was derzeit noch nicht der Fall ist. Sofern dauerhafte und stetige Ausgaben mit den Einnahmen des Staatsfonds finanziert werden sollen, müsste das Konzept der Konjunkturbereinigung modifiziert werden und Finanzmarktschwankungen ein eigenes Gewicht bekommen, was allerdings methodisch hoch komplex wäre. Eine verlässliche Ergänzung der Rente ist somit mit einem Staatsfonds nur bedingt zu erzielen. Entweder müssten also doch die Fiskalregeln dahingehend geändert werden, Einnahmen und Ausgaben eines solchen Fonds gesondert zu behandeln, oder die Schwankungen an den Aktien- und Anleihemärkten müssten an die Rentner weitergegeben werden.

Schließlich ist zu bedenken, dass sich auch der Bruttoschuldenstand sprunghaft entwickeln kann. Die Finanzkrise 2008/2009 ist hier ein nur zu gut bekanntes Beispiel. Ein plötzlicher Einbruch des BIP, die Inanspruchnahme von Bürgschaften oder z.B. eine Rekapitalisierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), wenn dieser in einer zukünftigen Finanzkrise intensiv genutzt und Ausfälle erleiden würde, sind mögliche Gründe für künftige Sprünge. Sofern der Aufbau eines Staatsfonds entlang der 60%-Marke geschehen soll, wäre die Frage zu beantworten, wie mit diesen Arten von Unsicherheit umgegangen werden soll. Große Sprünge in der öffentlichen Verschuldung haben schließlich das Potenzial, die Ausgangsposition für die Sinnhaftigkeit eines Staatsfonds, nämlich die deutliche Renditedifferenz zwischen der Verschuldung des Bundes und anderer Vermögenstitel, zu schwächen. Letztlich behält der „Schatz der Deutschen“ nur dann seinen Wert, wenn das Gebaren der öffentlichen Haushalte verlässlich und für alle Marktteilnehmer erkennbar stabil bleibt. Wenn man zu viel von diesem Schatz abbaut, wird er nicht nur wertlos, er kann zu einer Last werden.

---

#### Title: *A Future Fund for Germany?*

**Abstract:** *Germans are generally very conservative when it comes to investing and this in turn leads to low returns in times of low interest rates. Asset accumulation, among other things, motivates various sovereign wealth fund models. Funds geared toward one purpose are primarily proposed: e.g. for financing the sustainability turnaround, education or local public transport. But funds that are primarily geared toward returns and distributions are also conceivable. These can be credit-financed in order to use the excellent creditworthiness of the German state and thus a possible yield difference between borrowing and investment. The establishment of a limited public company is also proposed. A fund can also be financed by tax increases. The last question to be discussed is to what extent such a fund runs counter to the debt brake or the Stability Pact.*

**JEL Classification:** Q58, G28, L52