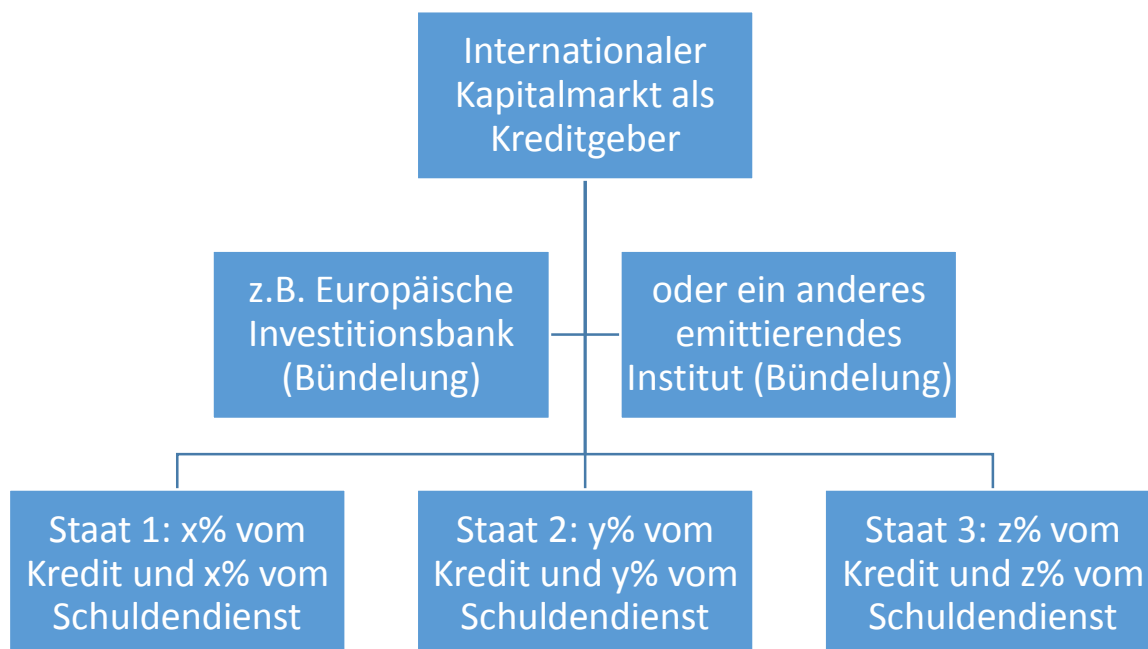


## Corona-Bonds: Was soll das sein?

Derzeit erleben wir also die ideologisch überhöhte Debatte um Corona Bonds. Befürworter wie Gegner befinden sich quasi in ihren Schützengräben. Die Befürworter kämpfen mit Begriffen wie „Solidarität“, „Helfer in der Not“, die Gegner mit „keine Haftung für andere“. Zugleich stellen sie die jeweils andere Seite an den Pranger – die Gegner gemeinsamer Schulden sind „herzlos“ (so herzlos wie alle Europäer im Übrigen im Hinblick auf die Flüchtlinge auf den griechischen Inseln). Den Befürwortern gemeinsamer Anleihen hingegen wird vorgehalten es würden ihnen „falsche Anreize gesetzt“ und sie würden wieder in den „alten Schlendrian zurückfallen“.

*Aber worum geht es eigentlich?*

### Fall 1: Die Darlehensgemeinschaft



Eigene Darstellung

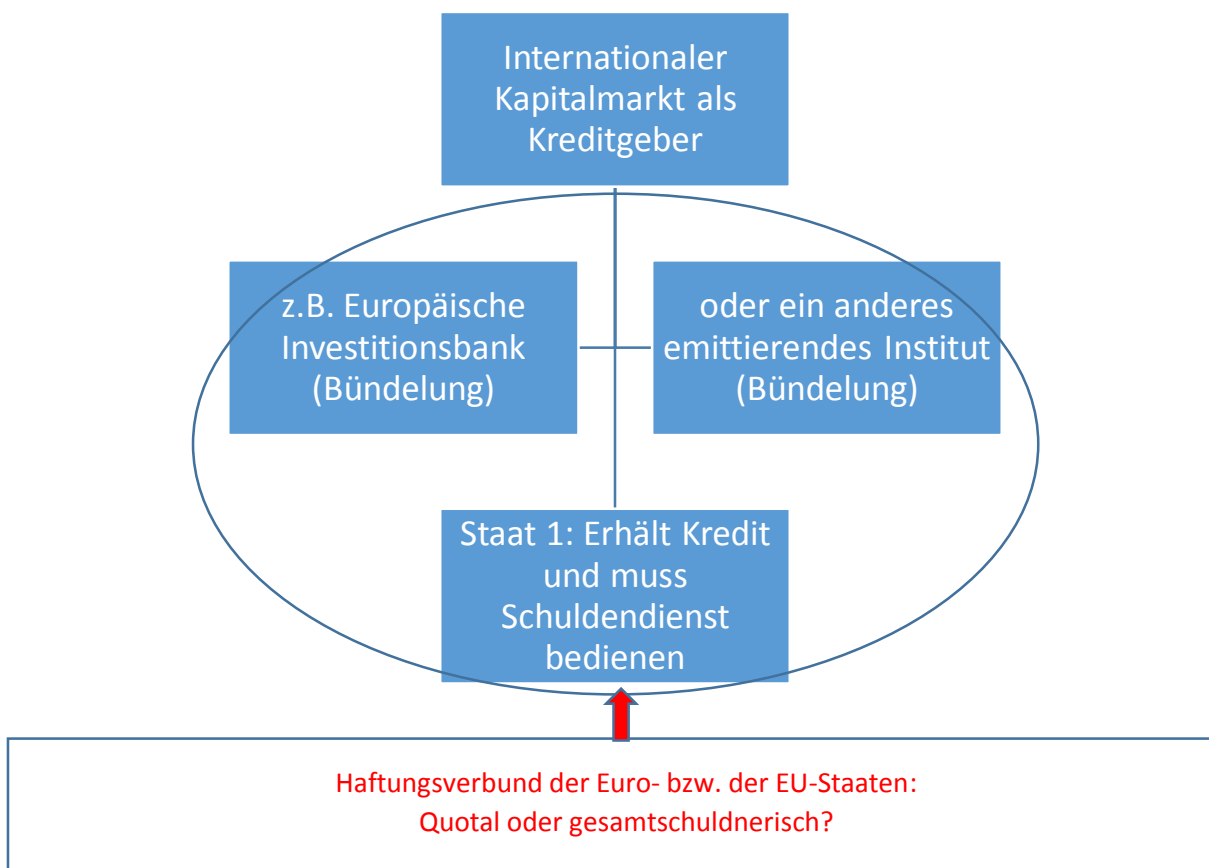
Technisch wäre es wohl so, dass eine europäische Institution zwischengeschaltet wird, die als Emittent am Markt auftritt, die Kredittranchen aufteilt und gleichzeitig den jeweils anfallenden anteiligen Schuldendienst festlegt. Kredit- und Haftungsverbund sind in diesem Fall identisch. Nach diesem Prinzip funktionieren die deutschen „Länderjumbos“ und gemeinsame Städteanleihen. Viele Jahre arbeitete die Emissionszentrale der Schweizer Gemeinden mit diesem Modell. Aber es zeigte sich auch, dass nach dem Kreditausfall der Gemeinde Leukerbad, deren Verbindlichkeiten auf die übrigen Teilnehmer an der Emission umgelegt wurden, das Konstrukt rasch auseinanderbrach.

Genau das würde auch bei solchen Corona-Bonds der Fall sein – das System kann nur existieren, wenn es auch funktioniert. Es wäre also im Interesse aller Beteiligten, die Funktionsfähigkeit zu gewährleisten. Denn natürlich würden sich die „Haftungsländer“ nicht auf alle Zeit in Haftung nehmen lassen. Der Vorteil

dieser Lösung liegt im Übrigen darin, dass alle Teilnehmer zugleich Schuldner und Haftende sind.

## Fall 2: Das Gewährträgermodell

Anders gelagert ist die Idee, die europäische Institution würde auf eigene Rechnung einen Kredit am Kapitalmarkt aufnehmen und daraus Kredite an einzelne Staaten vergeben. Hierfür wiederum sollen dann – so die Überlegung – aber alle Euro-Staaten (oder alle EU-Mitgliedstaaten) haften – und zwar gegenüber der emittierenden Institution. Diese Haftung kann quotaal ausgestaltet sein, d.h. jeder Staat haftet nur für einen bestimmten Anteil (z.B. nach der Relation der Finanzierungsbeiträge für die EU). Das entspräche in etwa der früheren Gewährträgerhaftung im Sparkassensektor; für eine Zweckverbandssparkasse, deren Träger eine Stadt und ein Kreis waren, musste festgelegt werden, nach welchem Schlüssel die Verpflichtungen der Sparkasse gegenüber ihren Einlegern im Ernstfall von den Trägern zu übernehmen waren. Auch der ESM weist inzwischen eine solche Haftungslösung auf. Die Mittel werden an die Kreditnehmer aber nicht ungebunden ausgezahlt sondern



Wenn alles gut geht, würden die kreditnehmenden Staaten von der Bonität der Staatengemeinschaft profitieren, es würde nichts anderes als ein „Export“ von Bonität erfolgen. Mit welchem Umfang dieser „Export“ zu bewerten ist, hängt davon ab, wie die Kapitalmärkte einen solchen Kredit bewerten. Der Zinssatz wäre für die Kreditnehmerländer auf jeden Fall günstiger als wenn sie sich unmittelbar

am Kapitalmarkt hätten verschulden müssen. Deutschland könnte unabhängig davon autonom am Kapitalmarkt operieren

Im ungünstigsten Fall allerdings müssten die haftenden Staaten den Kreditausfall „in ihre Bücher nehmen.“ Das wäre dann ein kompletter Finanztransfer an den kreditnehmenden Staat. Falls also Staat X einen Kredit über 50 Mrd. Euro bei der europäischen Institution aufgenommen hat und nicht mehr bedienen kann (böse Zungen, auch, aber nicht nur aus den Reihen der AfD würden behaupten: bedienen will), bliebe zwar das aufgenommene Geld in diesem Staat, müsste aber von dem oder den haftenden Staaten verzinst und zurückgezahlt werden. Sie könnten höchstens versuchen sich das Geld vom kreditnehmenden Staat zurückzuholen.

Handelt es sich um ein Kreditvolumen von vielleicht 50 Mrd. Euro, für das Deutschland anteilig einstehen müsste, würde das die deutschen Staatsfinanzen wohl nicht in ihren Grundfesten zerrütten; aber bei angedachten Volumina von mindestens 500 Mrd. Euro sähe die Lage anders aus – dann würden vielleicht auch die Kapitalmärkte die Bonität Deutschlands herabstufen, zum Schaden der gesamten Gemeinschaft. Daher käme ein Haftungsverbund nur Schritt für Schritt – und mit einer Exit-Option – in Betracht.

Wird eine quotale Haftungsbeteiligung stattdessen durch eine gesamtschuldnerische Haftung ersetzt, könnte sich bei einem Zahlungsausfall die emittierende Institution (möglicherweise sogar ohne den Schuldner vorher in Verzug zu setzen) an jeden beliebigen der haftenden Staaten wenden und ihn zur Übernahme der Verpflichtungen auffordern. Die Wahlmöglichkeit ist allerdings ein eher theoretisches Konstrukt; denn dann – so wird wohl nicht zu Unrecht vermutet – wird wohl Deutschland als stärkster Partner eines Haftungsverbundes die erste Adresse sein, die „gezogen“ wird.

Die gesamtschuldnerische Haftung entspricht damit einer Ausfallbürgschaft für das jeweilige Kreditgeschäft. Mit der Bürgschaft wird die Bonität der Bürgen auf den Kreditnehmer übertragen. Im normalen Geschäftsverkehr erhält der Bürge dafür eine Provision (Aval), doch das ist hier wohl eher nicht angedacht, denn dadurch würde der durch die Bürgschaft erreichte niedrigere Zins wieder zunichte gemacht. Das würde ein volles Haftungsrisiko für Deutschland bedeuten und jedenfalls in der hier geschilderten Ausgangsvariante nicht in Betracht kommen. Denn das wäre ein enormes finanzielles Risiko für unser Land, das keine Bundesregierung eingehen könnte.

Bleibt es dann beim ESM? Das ist die Haltung von Olaf Scholz, der damit weiterhin eine quotale Haftung einfordert. Eigentlich müsste dann die „Troika“ reaktiviert werden – aber darauf würde er in der gegenwärtigen Krise verzichten wollen. Der Vorteil seiner Position liegt darin, dass der ESM institutionell bereits existiert und in seiner jetzigen Form den Anforderungen des Bundesverfassungsgerichts entspricht. Wie so vieles wird derzeit ad hoc entschieden, so dass der (auflagenfreie) ESM momentan die schnellste Lösung darstellen könnte. Vielleicht wird man ihn auch noch aufstocken müssen – doch es geht jetzt um unmittelbare Hilfen. Aber auch hier gilt wie seinerzeit in der Schweiz: Kommt es zu Ausfällen,

wird der ESM nicht lange zu halten sein – er ist gerade in der jetzigen Krise zum Erfolg verdammt.

### **Jenseits von Schuld und Haftung**

Was in der Diskussion selten erwähnt wird: Die Wirtschaftskraft der südeuropäischen Länder hängt in hohem Maße vom Tourismus ab (gerade aus unseren Breiten). Das Tourismusjahr 2020 ist für Italien und Spanien „gelaufen“ und 2021 wird es sich bestimmt nicht wieder sofort erholen. Dies haben beide Länder nicht zu verantworten – dafür brauchen sie dringend Kompensation, nicht nur zinsgünstige Kredite sondern auch direkte Hilfen. Das europäische Kurzarbeitergeld müsste daher vor allem diesen Ländern zugute kommen.

Sollten wir zu zumindest solchen Erwägungen nicht bereit sein, wäre es nützlich sich über die Folgen Gedanken zu machen. Faillierende Staaten in Europa nützen Deutschland garantiert nicht. Sie würden das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung nachhaltig erschüttern, vermutlich sogar das Ende für den Euro bedeuten. Das hätten manche ja ganz gerne – aber sie verschweigen, dass dann der Wechselkurs der zurückgekehrten DM deutlich steigen und unsere Exporte verteuern würde. Mag man so wollen ... Viel schlimmer aber ist der Rückfall in europäische Kleinstaaterei. Denn ein dissonantes Europa werden China, Russland und die USA bestenfalls für irrelevant ansehen – was es tatsächlich auch wäre. Dann kann Ungarn schauen, wie es sich in der Weltpolitik behaupten kann – aber das gilt auch für Deutschland. Noch profitieren wir vom Ansehen Angela Merkels; mit jeder Nachfolgelösung wäre davon nicht mehr viel übrig. Europa würde zur quantité négligeable schrumpfen ...

März 2020