

Schulden versichern!

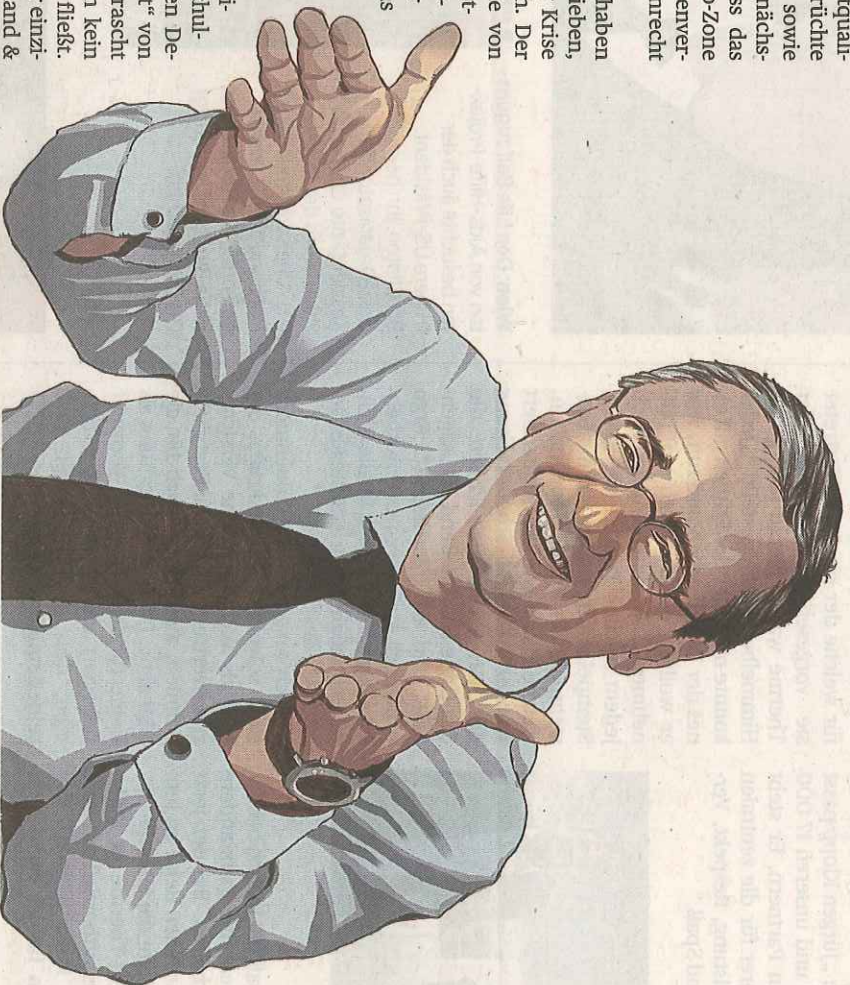
Paul Achleitner schlägt eine Absicherung vor, um private Anleger zur Finanzierung Griechenlands zu bewegen.

Die Herabstufung der Kreditqualität Griechenlands, Gerichte über einen Euro-Austritt sowie die Diskussion über den nächsten Notkredit zeigen, dass das Thema Staatsschulden in der Euro-Zone noch nicht gelöst ist. Eine Staatsanleiherversicherung würde helfen und wird zu Unrecht kaum diskutiert.

Griechenland und andere Staaten haben über Jahre ein „Geschäftsmodell“ betrieben, das auf billige Kredite setzte. Seit der Krise 2008 sind diese nicht mehr erhältlich. Der entstandene Liquiditätsengpass wurde von den Euro-Regierungen durch eine Notfallkreditlinie verantwortungsvoll gemildert. Die fehlende Liquidität ist aber nur ein Symptom des Solvenzproblems Griechenlands: Mit dem alten Geschäftsmodell kann es die wachsende Schuldenlast nicht mehr bedienen.

Die Kapitalmärkte erwarten, dass diese Überschuldung nach amerikanischen Muster durch einen radikalen Schuldenerlass gelöst wird. Trotz der vielen Demeritis wird ein sogenannter „Hair-Cut“ von 40 bis 60 Prozent erwartet. Es überrascht nicht, dass unter diesen Bedingungen kein privates Kapital nach Griechenland fließt. Der Liquiditätsnottopf der EU droht zur einzigen Finanzierungsquelle für Griechenland & Co zu werden. Weil das so nicht gedacht war, erhebt sich vermehrt politischer Widerstand.

Die Alternative zum „Hair-Cut“ ist der sogenannte „Work-out“. Der entspricht der europäischen Tradition, den in Schwierigkeiten steckenden Kreditnehmer weiter zu finanzieren, unter strikten Auflagen, das Geschäftsmodell anzupassen, um eine Genesung zu ermöglichen. Europäische Regierungen und Zentralbanken sowie viele Kreditgeber bevorzugen aus guten Gründen diese Lösung. Ein großzügiger Verzicht auf die Rückzahlung griechischer Schulden erzwingt eine große Neukapitalisierung des europäischen Bar-



rensystems. Weil diese aber in großem Ausmaß auf die Steuerzahler zurückzufallen, wäre ein Schuldenerlass kaum vermittelbar. Eine weitere Gefahr ist, dass andere hochverschuldete Staaten der Versuchung erliegen, sich auf ähnliche Weise zu entlasten. Allein derartige Veruntunungen würden Investoren verunsichern und zu zusätzlichen Risikoprämien zwingen. Es droht eine Kettenreaktion mit Auswirkungen wie bei der Lehman-Pleite.

Zum Gelingen des „Work-out“ bedarf es aber einer jährlichen fristigen Finanzierung zu Konditionen, die das Schuldenproblem nicht verschärfen. Selbst der großzügig bemessene 500-Mrd.-Euro-Rettungsschirm ESM wird als einzige Finanzierungsquelle nicht ausreichen, da schon jetzt klar ist, dass Griechenland & Co die über Jahrzehnte aufgebauten Strukturdefizite nicht in ein bis zwei Jahren beheben können.

Statt die ESM-Mittel nur als direkte Finanzierungsquelle zu nutzen, könnte man damit über einen Anleiheversicherer zusätzlichen Nutzen schaffen. Nehmen wir an, Griechenland versichert neue Staatsanleihen zu 90 Prozent bei einem „European Sovereign Insurance Mechanism“ (ESIM). Dann wäre den sehr hohen Zinsaufschlägen die spekulative Basis entzogen: Private Investoren wüssten, dass sie höchstens zehn Prozent verlieren könnten. Zu einem sehr viel niedrigeren Preis bei einem dann berechenbaren Risiko wären viele Investoren wieder bereit einzusteigen. Das ist keine staatliche Subventionierung privater Risiken, sondern blankes Eigeninteresse der Regierungen, die Kapitalmärkte zur Finanzierung der „Work-out“-Phase in den Schuldenländern zu gewinnen. Die bereits zugesagten Gelder des ESM könnten damit eine viel größere Wirkung erzielen bei gleichzeitiger privater Risikobeteiligung.

Die Euro-Regierungen würden für den ESIM nicht nur die Prämien festlegen, sondern auch darüber entscheiden, ob der Schadensfall eintritt. Die von den Schuldenländern zu bezahlenden Versicherungsprämien könnten jährlich festgelegt werden und von Fortschritten der Sanierung abhängig gemacht werden.

Auch beim Solvenzproblem hilft der ESIM. Investoren würde angeboten, die bestehenden Anleihen mit einem Marktwert von ca. 60 Prozent zum Preis von z.B. 75 Prozent in neue, langlaufende Anleihen mit Versicherungsschutz zu tauschen. Je nach individueller Einschätzung stimmt der Investor zu oder behält die risikoreicheren Papiere. So ein freiwilliger „Hair-Cut“, kombiniert mit Schuldverlängerung, verbessert die Solvenz, ohne einzelne Gläubiger durch Kollektivmaßnahmen zu schädigen. Eine derartige Partnerschaft zwischen staatlichem und privatem Kapital würde längerfristige Wachstumschancen schaffen und könnte im Rahmen der bereits zugesagten ESM-Mittel umgesetzt werden, ohne dass es neuer Gelder bedarf.

Der Autor ist Finanzvorstand der Allianz SE. Sie erreichen ihn unter: gasstautor@handelsblatt.com

**DIE MEINUNG
UNSERER LESER**

Reif für harte Maßnahmen

Zu: „Schulden versichern“,

Handelsblatt vom 24.5.2011

„Es ist immer wieder bezaubernd, welche Lösungen Vollprofis der Wirtschafts- und Finanzelite für die Schuldenkrise anbieten. Der Finanzvorstand der Allianz, Paul Achleitner, will die Schulden versichern, die Wirtschaftsweisen wollen den Schuldenberg mit der Rente ab 69 abbauen. Wie das Versichern von Schulden endet, müsste eigentlich das Schicksal von AIG und anderen Kreditversicherern gezeigt haben. Die Rente mit 69 ist wieder ein Kartenhaus der Finanzmathematiker, nach der nächsten Finanzkrise wird sicher die Rente mit 83 ins Gespräch gebracht. So soll wohl das in der Branche immer noch populäre „Gesundbeten“ untermauert werden, doch diese Mauern sind so brüchig wie die Dämme von New Orleans.

Im Kern handelt es sich um „Schiebeverfügungen“, die Politik und Branche die harte und sicher in Details brutale Arbeit an den drängenden harten Sanierungsmaßnahmen ersparen sollen. Die Bürger wären in der großen Mehrheit reif für harte Maßnahmen, wenn sie denn in ein glaubwürdiges Sanierungskonzept für die Staaten und die Finanzwirtschaft eingebunden wären. Da so ein Konzept von den kurzatmigen Akteuren seit drei Jahren nicht vorgelegt wird, beginnt die Kapitalflucht, nicht nur in Griechenland.

Volker Gallandi

**DIE MEINUNG
UNSERER LESER**

*Zu meinem
Brief*

Bewährtes Konzept

**Erwiderung auf Leserkritik am Gastbeitrag
„Schulden versichern“, vom 24.5.2011**

Das Versichern von Schulden hat in den Vereinigten Staaten über 30 Jahre gut funktioniert, die öffentlichen Kreditnehmer haben Dutzende von Milliarden an Finanzierungskosten eingespart. Anleihen mit einem Gesamtvolumen von 5 000 Milliarden US-Dollar wurden auf diese Weise abgesichert. Erst nachdem diese sogenannten Monoliner ihr eigentliches Geschäftsfeld verließen und anfangen, komplizierte strukturierte Finanzprodukte wie CDOs zu versichern, sind sie im Zuge der Finanzkrise vor die Wand gefahren. Ähnlich ging es auch der AIG, die in großem Stil das Investmentbank-Produkt Credit Default Swaps (CDS) auf solche strukturierten Produkte verkauft und Schiffbruch erlitten hat. Auf Deutsch heißen CDS Kreditausfallversicherung. Das ist etwas irreführend, weil sie oft gar nicht im Sinne einer Versicherung für den Notfall genutzt werden, sondern für Wetten. CDS auf griechische Staatsanleihen werden aufgrund vielfältiger Spekulationen mit hohen Zinsaufschlägen gehandelt. Das verstärkt die Finanzierungsprobleme. Die vorgeschlagene Staatsanleihenversicherung würde den Teufelskreis durchbrechen und private Investoren wieder zu akzeptablen Konditionen an der Finanzierung der Krisenstaaten beteiligen.

Paul Achleitner, Allianz-Vorstand

**DIE MEINUNG
UNSERER LESER**

So entsteht ein
Finanztornado

**Zu „Bewährtes Konzept“, Leserbrief von
Paul Achleitner, HB vom 27.5.2011**

Der Markt zu dem neuen Finanzprodukt Staatsanleihenversicherung wäre ein Weltmarkt und so wenig zu regulieren wie der Markt der Kreditausfallversicherungen (2008: Nominalwert 60 Billionen US-Dollar). Das heißt, es gäbe die Versicherung der Staatsanleihen und mit steigenden Risiken die Wetten auf die Zahlungsunfähigkeit der Ausfallversicherer für Staatsanleihen, denselben Dualismus wie bei CDOs und CDS. Paulson und Co. wurden ja erst aktiv, als sie bemerkten, dass das Basissegment der Versicherungen, die Kreditnehmer, mit steigender Tendenz ausfielen.

Es ist für die Entwicklung des sich so ergebenden Finanztornados unerheblich, ob jemand Staaten Kredit gibt, die diese nicht zurückzahlen können, oder ob dies kumulierend bei sonstigen nicht zahlungsfähigen Gläubigern nichtstaatlicher Herkunft geschieht. Die Eröffnung des neuen Geschäftsfeldes Staatsanleihenversicherung würde daher zu exakt demselben Problem führen wie die Ausweitung des Kreditmarktes, der sich durch die Versicherung von Krediten im Gefühl trügerischer Sicherheit befand.

Irgendwann kommt der Markt zu der Feststellung, dass die Zahlungsgarantien der Versicherer im Falle kumulierender Staatsschuldenkrisen nicht bedient werden können, dem dann folgenden Insurance-Run, analog dem Bank-Run, ist kein Marktteilnehmer gewachsen.

Volker Gallandi