

# Nachtrag: Monetisierung des griechischen Staatsvermögens in Form einer Parallelwährung

8

In Ergänzung zu den Beiträgen im Schnelldienst 23/2011 schlägt Udo Neuhäuser vor, das griechische Staatsvermögen in ein Sondervermögen einzubringen und einer Parallelwährung »Neue Drachme« zu unterlegen.



Udo Neuhäuser\*

Mit dem geplanten Verzicht privater Gläubiger in Höhe von 50% auf die zum Tausch vorgesehenen Anleihen soll die Gesamtverschuldung Griechenlands um ca. 100 Mrd. Euro sinken. Es gibt Zweifel, dass dieser Schuldenschnitt und die Sparmaßnahmen ausreichen, den griechischen Schuldenstand bis 2020 auf erträgliche 120% des Bruttoinlandsprodukts zu senken und so die Kapitalmarktfähigkeit des Landes wiederherzustellen. Vor diesem Hintergrund wird vorgeschlagen, das griechische Staatsvermögen in ein Sondervermögen einzubringen und als Deckung einer griechischen Parallelwährung »Neue Drachme« zu unterlegen. Durch diese Monetisierung des Staatsvermögens kann das Land in großem Umfang entschuldet und ihm eine verbesserte Erholungsperspektive eröffnet werden.

## Das Modell

Der Wert des griechischen Staatsvermögens (z.B. Grundbesitz, Immobilien, Firmenbeteiligungen, Infrastruktur) wird auf 300 Mrd. Euro geschätzt; vorsichtigere Schätzungen kommen auf rund 150 Mrd. Euro. Dieses Staatsvermögen wird als Eigenkapital in ein Sondervermögen eingebracht und als Wertdeckung einer griechischen Parallelwährung »Neue Drachme« unterlegt. Das Sondervermögen darf die »Neue Drachme« nur bis zur Höhe seines durch unabhängige Dritte testierten Eigenkapitalwertes ausgeben; darüber hinaus darf das Sondervermögen »Neue Drachmen« nur gegen Hinterlegung werthaltiger Sicherheiten ausgeben.

Den Gläubigern griechischer Staatsschulden wird angeboten, ihre Eurofor-

derungen in »Neue Drachmen« umzutauschen, und zwar zum Nominalwert und ohne Abschlag. Bei einem Staatsvermögen von mindestens 150 Mrd. Euro können Euroschulden bis zu dieser Höhe abgelöst werden. Diese Eurostaatsanleihen sind damit »getilgt«, scheiden aus der auf Euro lautenden Geldmenge aus und befreien Griechenland zudem von diesen auf Euro lautenden Zinsbelastungen. Es werden im Wertumfang des Sondervermögens alle griechischen Staatsanleihen zum Tausch angenommen, insbesondere auch solche, für die der europäische Rettungsschirm einen Umtausch in neue, abgewertete Euroanleihen mit Zinsabschlägen sowie Laufzeitverlängerungen anbietet (sog. Gläubigerbeteiligung). Sofern ein höheres »Neue-Drachme-Volumen« von den Gläubigern nachgefragt wird, als monetisierbare Vermögenswerte vorhanden sind, kann prozentual geteilt werden. Den Gläubigern eröffnet eine Rückzahlung in »Neuer Drachme« die Chance einer Wertsicherung ihrer Forderungen. Die bisher durch die Rettungsschirme angebotenen Garantien würden in diesem Umfang gegenstandslos. Nicht durch Schuldentrückkäufe verausgabte »Neue Drachmen« darf der griechische Staat für Staatsausgaben einsetzen, um zunächst von einer Aufnahme neuer Schulden unabhängig zu sein. Neue, auf »Neue Drachme« lautende griechische Staatsanleihen, die nur ein Schuldversprechen darstellen und – anders als das Sondervermögen – nicht durch vorhandene Vermögenswerte wertgedeckt sind, darf das Sondervermögen nicht als Sicherheit für die Ausgabe der »Neuen Drachme« akzeptieren (*Hartwährung statt Weichwährung*). Die Möglichkeiten privater Banken zur Giralgeldschöpfung in »Neuer Drachme« bleiben erhalten, denn andere Sicherheiten als neue griechische Staatsanleihen können die Banken durch Hinterlegung beim Sondervermögen in »Neuer Drachme« monetisieren.

\* Udo Neuhäuser leitet im Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie in Bonn als Ministerialrat das Referat »Beteiligungs- und Mezzanfinanzierung, ERP-Haushalt«. Dieser Beitrag gibt ausschließlich die Meinung des Autors wieder.

Die »Neue Drachme« ist frei in Euro und andere Währungen konvertibel; ab dem Tag der Einführung der »Neuen Drachme« wird der Markt einen Wechselkurs ermitteln. Es gibt keinen rechtlichen Zwang, auf Euro lautende Konten auf »Neue Drachme« umzustellen. Staatliche Leistungen wie Renten oder Gehaltszahlungen für öffentliche Bedienstete sowie Steuerrückzahlungen werden ab der Einführung in »Neuer Drachme« geleistet; Zahlungen an den griechischen Staat, insbesondere Steuerzahlungen, werden nur noch in »Neuer Drachme« angenommen. Private, griechische Inländer haben einen sog. Annahmewang für die »Neue Drachme«; d.h., der Zahlende darf wahlweise mit »Neuer Drachme« oder Euro bezahlen; der Verkäufer muss die »Neue Drachme« akzeptieren. Für die Umrechnung gilt der Marktwechselkurs zwischen »Neuer Drachme« und Euro zum Zeitpunkt der Zahlung. Im Außenwirtschaftsverkehr kann für auf Euro lautende Altverträge der Annahmewang des griechischen Verkäufers in »Neuer Drachme« bei Einvernehmen der Vertragspartner ausgeschlossen werden; bei Neuverträgen im Außenwirtschaftsverkehr müssen die Vertragspartner entscheiden, welche Währung sie vereinbaren.

Die griechische Zentralbank kann als nationale Euro-Notenbank erhalten bleiben; Griechenland kann sich aber auch entscheiden, die griechische Zentralbank abzuwickeln. Der Kosovo hat z.B. den Euro als Währung eingeführt, ohne eine eigene Zentralbank zu haben und ohne Euromitglied zu sein. Eine solche Regelung bedarf der Zustimmung der Europäischen Währungsunion. Insbesondere falls Griechenland Euromitglied bleiben möchte, spricht sehr viel dafür, dass die »Neue Drachme« als umlauffähige, vom Sondervermögen emittierte Inhaberschuldverschreibung (Bargeld in Form von Kassenscheinen) in Umlauf gebracht wird (*keine zwei griechischen Zentralbanken*). Der Ansatz »Kassenscheine« hätte auch Vorteile mit Blick auf Artikel 128 Absatz 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union, der festlegt: »Die von der Europäischen Zentralbank und den nationalen Zentralbanken ausgegebenen Banknoten sind die einzigen Banknoten, die in der Union als gesetzliches Zahlungsmittel gelten.« Eine Änderung (Einschränkung) dieser Regelung setzt ein Vertragsänderungsverfahren im Konsens aller EU-Mitgliedstaaten voraus. Es dürfte ausreichend rechtlichen Interpretationsspielraum geben, umlauffähige Sondervermögensinhaberschuldverschreibungen, die als gesetzliches Zahlungsmittel ausschließlich in Griechenland gelten würden, in der Europäischen Union konsensual auch ohne aufwändiges Vertragsänderungsverfahren als vertragskonform zu qualifizieren.

### Die Vorteile des Ansatzes

Durch die Monetisierung seines Staatsvermögens in Form einer »Neuen Drachme« und Rückkauf der Staatsschulden mit einem Volumen von mindestens 150 Mrd. Euro würde

der griechische Staat in diesem Umfang entschuldet. Der griechische Schuldenstand würde allein durch diese Maßnahme soweit sinken, dass Griechenland dann zu den mäßig verschuldeten europäischen Ländern gehören würde. Zieht man von der derzeitigen griechischen Neuverschuldung die durch den Schuldenrückkauf jährlich eingesparten Zinsen ab, sinkt zudem die griechische jährliche Neuverschuldung auf akzeptable Werte. Der durch den Schuldenrückkauf verminderte Schuldenstand sollte es Griechenland ermöglichen, sich zukünftig ohne Garantien Dritter am Kapitalmarkt zu refinanzieren. Die in »Neue Drachme« getauschten Forderungspositionen können aufgrund deren Wertdeckung als werthaltig gelten; Abschreibungen können vermieden bzw. sogar rückgängig gemacht werden. Griechenland erhält eine abwertungsfähige Binnenwährung mit flexiblem Wechselkurs und kann so seine internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen. Griechenland kann Euromitglied bleiben. Sollte sich Griechenland dennoch (später) entscheiden, aus dem Euroraum auszuschneiden, wäre dies ohne weitere Entschuldung möglich.

Da die Bedeutung der »Neuen Drachme« als Währung für Transaktionen außerhalb Griechenlands gering sein wird, ist es für die Gläubiger am sinnvollsten, ihre Guthaben in »Neuer Drachme« vor allem in Griechenland anzulegen, entweder durch Investitionen (auch Kauf von Liegenschaften, Unternehmensbeteiligungen) oder Anlagen bei griechischen Banken. Eine kurzfristige Anlage dürfte die Abwertungsbelastung der Gläubiger verringern. Die griechischen Banken können durch die Einführung der »Neuen Drachme« als saniert gelten, da ihnen Belastungen durch einen Schuldenchnitt ganz oder teilweise erspart werden, die von ihnen gehaltenen griechischen Staatsanleihen aufgewertet werden, der Niedergang der griechischen Wirtschaft gebremst und die Bereitschaft zur Einlagengewährung an griechische Banken gestärkt wird. Ein durch die Ausgabe der »Neuen Drachme« erzeugter Nachfrageimpuls in einer möglichen Größenordnung von mindestens 150 Mrd. Euro wirkt wie ein Konjunkturprogramm. Inflationäre Wirkungen in Griechenland sind wahrscheinlich, da illiquide, lang laufende griechische Staatsanleihen umgewandelt werden in liquides Geld. Angesichts des derzeit rezessiven, deflationären Umfelds in Griechenland kann dies als akzeptabel oder in dieser Ausnahmesituation als sogar eher hilfreich angesehen werden. Die Wertdeckung der »Neuen Drachme« und Limitierung des ausgegebenen Währungsvolumens auf das Eigenkapital des Sondervermögens gibt Griechenland eine neue Chance zur Stabilität. Eine Verschuldung des griechischen Staates in »Neuer Drachme« am Kapitalmarkt gefährdet nicht unmittelbar die Währungsstabilität, da neue Staatsanleihen vom Sondervermögen »Neue Drachme« nicht als Sicherheit akzeptiert werden dürfen. Die Monetisierung griechischer Vermögenswerte, ohne dass diese verkauft werden müssen, trägt auch dem Umstand Rechnung, dass Vermögensveräußerungen und Privatisierungen langwierig sind

und ein schneller Verkauf bei begrenzter Nachfrage zu einem Verfall der Preise führen kann; ein solches »Verschleudern« von Staatseigentum würde auch die Gläubiger schädigen. Die Finanzierungskosten der meisten staatlichen Vermögenswerte würden im Fall einer Privatisierung Staat und Bürger auch weiterhin belasten (z.B. in Form von Straßennaut oder Miete für öffentliche Gebäude); die Monetisierung vermeidet diese Belastung. Durch eine »harte« Parallelwährung kann zudem die Kapitalflucht eingedämmt werden; damit würde die Refinanzierung griechischer Banken durch Kundeneinlagen stabilisiert. Die Diskussion, ob eine Insolvenz Griechenlands und ein Schuldenschnitt hingenommen werden müssen und anschließend Griechenland Euromitglied bleiben kann, würden sich durch die Einführung der Parallelwährung »Neue Drachme« erledigen.

Das Modell wäre im Bedarfsfall übertragbar auf andere Staaten; z.B. verfügt Italien über rund 1 800 Mrd. Euro Staatsvermögen und damit über eine ca. 100%-Vermögensdeckung seiner Staatsschulden. Monetisierungen im Umfang des Staatsvermögens gefährdeter Euroländer würden die im Worst-Case-Fall drohenden Verluste reduzieren um die Summe der Staatsvermögen dieser Länder. Mit einem solchen »Risikominderungspuffer« sollte es möglich sein, auch der »Ansteckungs- und Dominosteinforcht« der Märkte zu begegnen: Wenn ein »Worst Case« nicht einmal mehr rechnerisch das Potenzial haben kann, die Retter zu überfordern, sollte dies ein wirksames Mittel gegen die Ansteckung selbst sein.

### Wer trägt die Lasten der Teilentschuldung des griechischen Staates bei einer Monetisierung des Staatsvermögens?

Dem griechischen Staat bleibt die von Zinsen und Tilgungen entlastete, »ewige« Weiternutzung seiner monetisierten Vermögenswerte. Die Gläubiger Griechenlands werden durch die Monetisierung deutlich weniger Lasten zu tragen haben, sofern sie ihre »Neue-Drachme«-Guthaben klug einsetzen und der anfängliche Abwertungsdruck mäßig ausfallen sollte. Der Annahmepflicht griechischer, privater Inländer überträgt private griechische Vermögenswerte an die in »Neuer Drachme« zahlenden Gläubiger. Da die griechischen Privaten, die »Neue Drachme« annehmen müssen, damit selbst Zahlungen leisten können, verteilt sich der Vermögenswert auf alle Zahlungsempfänger.

### Wie wird in dem Modell mit den sog. »Negative Pledge Clauses« umgegangen, die verbieten, neue, besser besicherte Staatstitel auszugeben?

Bislang stehen die privaten Gläubiger griechischer Staatsanleihen auf einer Rangstufe. Würde der Vorschlag aufge-

griffen, käme es zu einer Rangdifferenzierung. Durch die Einbringung des griechischen Staatsvermögens in ein Sondervermögen würde die Aktivseite der griechischen Staatsbilanz im Umfang der Vermögensaktiva verkürzt. Auf der ersten Ebene der Betrachtung kann man sagen, dass die Gläubiger, die Altanleihen in »Neue-Drachme«-Guthaben tauschen, bessergestellt werden, da sie nicht mehr Gläubiger eines Staates mit überschuldeter Bilanz sind, sondern ein Wert gedecktes Währungsguthaben erhalten. Solche Gläubiger profitieren sozusagen von einer »Aufkonzentration« der Vermögensaktiva zu ihren Gunsten. Auf den ersten Blick mag es so scheinen, dass die anderen Gläubiger, die nicht von dieser Besserstellung einer vollen Wertdeckung ihrer Forderungen profitieren, eine Schlechterstellung erfahren, da sie die Vermögensaktiva als Sicherheit verlieren (»Nullsummenspiel«). Was bleibt dann für die nicht durch »Neue-Drachme-Guthaben« abgefundenen und deshalb vermeintlich »schlechter gestellten« Gläubiger übrig? Entscheidend ist, dass nicht nur die Aktivseite im Umfang der in das Sondervermögen eingebrachten Vermögenswerte verkürzt wird, sondern auch die Forderungen der mit »Neue-Drachme«-Guthaben abgefundenen Gläubiger aus der Passivseite der Staatsbilanz verschwinden und diese im Umfang der Monetisierung entlastet wird. Da dem griechischen Staat die von Zinsen und Tilgungen entlastete, »ewige« Weiternutzung seiner monetisierten Vermögenswerte bleibt, belastet die Monetisierung nicht die zukünftige »Staats-GuV«, sondern Zins- und Tilgungslasten verschwinden im Umfang der Monetisierung endgültig. Dieser Entschuldungseffekt hat zur Folge, dass den verbleibenden, vermeintlich schlechter gestellten Anleiheforderungen die griechische Steuerertragskraft ungeschmälert gegenüber steht. Der einzelne Gläubiger, dem der Tausch in »Neue Drachme« als Tilgung angeboten wird, kann dieses Angebot ablehnen, wenn er es ihm attraktiver erscheint, Gläubiger einer im Umfang der Vermögensaktiva verkürzten Staatsbilanz zu sein. Nicht auszuschließen ist, dass Gläubiger den Entscheidungszwang ablehnen, sich entweder mit »Neue-Drachme«-Guthaben abfinden zu lassen oder Gläubiger der um die Vermögensaktiva verkürzten Bilanz zu bleiben. Gesamthaft rational wäre das nicht, da nur durch die bei dem Ansatz unvermeidliche Bilanzzerlegung die zur Verteilung an die Gläubiger zur Verfügung stehende Vermögensmasse im Umfang der Monetisierung vergrößert wird. Denn die mit dem Annahmepflicht belasteten Zahlungsempfänger geben im Umfang der gegen Zahlung in »Neuer Drachme« hergegebenen Werte Vermögen an die Gläubiger ab. Die Tatsache, dass die Steuerbürger mit den »Neue-Drachme«-Guthaben ihrerseits Steuern zahlen, ist in der Gesamtbetrachtung weitgehend unschädlich, da der Staat seinerseits mit diesen Steuereinnahmen wiederum bei Privaten einkaufen kann. Problematisch im Sinne des Regelungsziels einer »Negative Pledge Clause« wäre der Ansatz, wenn die monetisierten Vermögenswerte in der ersten Runde Neugläubigern als Sicherheit angeboten und da-

mit den Altgläubigern entzogen würden; das ist aber nicht der Fall.

### **Fazit**

Die Entschuldungswirkung einer Staatsvermögensmonetisierung kann eine Insolvenz Griechenland abwenden und seine Bonität wiederherstellen. Im Umfang der Monetisierung wird ein Nachfrageimpuls für die griechische Wirtschaft generiert. Da nicht nur den Privatgläubigern Griechenlands, sondern auch den öffentlichen Gläubigern Lasten erspart würden, könnte der Vorschlag aus Sicht aller Beteiligten vorteilhaft sein. Durch die freie Konvertierbarkeit und den flexiblen Wechselkurs kann Griechenland zudem seine Wettbewerbsfähigkeit wiedergewinnen.