

Hüther, Michael; Paulus, Christoph; Berensmann, Kathrin

**Article**

## Zur Diskussion gestellt: Braucht Europa eine Insolvenzordnung für Staaten?

ifo Schnelldienst

**Provided in Cooperation with:**

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

*Suggested Citation:* Hüther, Michael; Paulus, Christoph; Berensmann, Kathrin (2010) : Zur Diskussion gestellt: Braucht Europa eine Insolvenzordnung für Staaten?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 63, Iss. 23, pp. 3-15

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164886>

**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.*

Soll oder darf ein Mitgliedstaat der EU insolvent werden? Diese Frage wird zurzeit innerhalb der Eurozone diskutiert. Wie könnte eine Insolvenzordnung für Staaten gestaltet werden?

## Europas Finanzen zwischen ordnungspolitischer Konsistenz und politischer Realität

Lässt man die Irritationen beiseite, die prinzipiell mit der Übertragung eines auf Unternehmen und Privatpersonen bezogenen juristischen Konzepts auf Staaten einhergehen, dann kann die Frage im Grundsatz nur mit ja beantwortet werden. Alles andere hieße, für Staatsanleihen die gebotenen Risikoabwägungen der Zeichner auszuschalten. Das hätte zugleich fatale Anreizwirkungen auf die Verschuldungspolitik der Staaten. Die Einschätzung der Gläubiger, dass ein Ausfall der Anleihen nahezu ausgeschlossen ist, verzerrt die zu zahlenden Risikoprämien. Genau dies konnte man in den Peripheriestaaten der Europäischen Währungsunion nach deren Beitritt beobachten. Implizit wurde in den Märkten für diese Staatsanleihen die Annahme eingepreist, dass in der Währungsunion die Gemeinschaft aller Teilnehmer letztlich für die Schulden eines insolventen Einzelstaates einstehen würde. Nur so ist zu erklären, dass die Auslandsverschuldung Griechenlands nach seinem Beitritt zur Währungsunion bis auf das Zehnfache ansteigen konnte, während gleichzeitig die Risikoprämie gegenüber Bundesanleihen sank und lange auf niedrigem Niveau verharrte (vgl. Abb. 1).

Diese Schuldengemeinschaft ist das Gegenteil dessen, was sich Politik und Ökonomen einst von der EWU erwartet hatten. In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre wurde – mit Blick auf die fehlende politische Union und die damit geschwächten Anforderungen an die nationalen Finanzpolitiken – einerseits der Stabilitäts- und Wachstumspakt beschlossen. Er war die notwendige Schärfung der im Maastrichter Vertrag fixierten Regeln für die zu-

lässigen Staatsdefizite und Schuldenstände in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Andererseits wurde auf die disziplinierende Wirkung der Kapitalmärkte verwiesen, die bei unsolider Finanzpolitik durch steigende Risikoprämien entstehe (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1997, Ziffern 413 ff.). Hier haben wir mit Zitronen gehandelt.

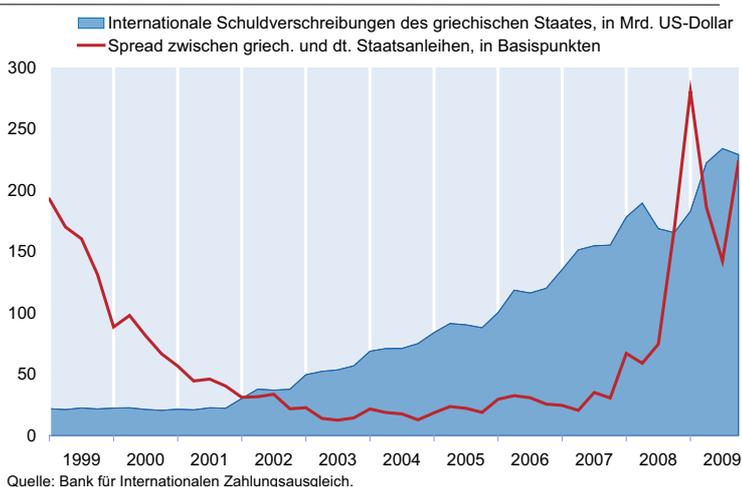
Diese Fehleinschätzung ist nun offenkundig, woraus die unterschiedlichsten Schlüsse gezogen werden. Die einen nehmen dies zum Anlass, die europäische Währungsintegration insgesamt als gescheitert zu betrachten. Sie bewerten die seit dem Frühjahr dieses Jahres unternommenen Stabilisierungsanstrengungen als letzte Bestätigung ihrer schon immer gehegten fundamentalen Zweifel. Die anderen versuchen unter dem schwierigen Abwägen ordnungspolitischer Konsistenz und politischer Realität Lösungen zu finden, die der gemeinsamen europäischen Währung eine fundierte Perspektive offerieren.

Die Entwicklungen des Jahres 2010 haben eines klar gezeigt: Die europäischen Verträge für die gemeinsame Währung sind nur dann als vollständig zu betrach-



Michael Hüther\*

Abb. 1  
Staatsverschuldung Griechenlands im Ausland und Risikoprämie



\* Prof. Dr. Michael Hüther ist Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln.

ten, wenn man eine Annahme tätigt, die aus heutiger Sicht als unrealistisch zu bewerten ist (vgl. Gianviti et al. 2010), nämlich die Annahme, dass die nationale Finanzpolitik sich ausnahmslos den Bedingungen der gemeinsamen Währung unterordnet und dass damit die Regeln für das Verbot gemeinschaftlicher Verantwortung für die Finanzpolitik (Art. 125 EUV) sowie die Vermeidung exzessiver Defizite (Art. 126 EUV sowie Stabilitäts- und Wachstumspakt) effektiv sind.

Heute weiß man: Die Beitrittsrendite für früher stärker inflationierende Staaten aufgrund eines Reputationstransfers aus Deutschland wurde von diesen Staaten nicht konsequent nachhaltig investiert, sondern konsumiert. Dennoch hätte man noch zu Beginn des Jahres 2010 die Position vertreten können, dass es keinerlei Intervention der Union bedürfe. Schließlich kennt die Wirtschaftsgeschichte viele Fälle staatlicher Schuldenkrisen, gerade auch unter den Bedingungen entnationalisierter Geldpolitik wie im Goldstandard (vgl. Busch, Jäger und Matthes 2010). Zahlungsschwierigkeiten einzelner Gebietskörperschaften bringen für sich genommen das Zahlungsmittel nicht in Misskredit. Überdies sind durch den Zahlungsausfall kleinerer Staaten weder die externe noch die interne Stabilität des Euro bedroht, wenn die Geldpolitik autonom und unabhängig ist. Daran sind mit Blick auf die Europäische Zentralbank, ihr institutionelles Setting und ihre Performance in den ersten zehn Jahren keine Zweifel angebracht. trotz ihres Sündenfalls, seit Mai 2010 Staatsanleihen zu kaufen.

Dennoch waren die europäischen Staaten im Frühjahr 2010 unter Handlungsdruck. Die Märkte für europäische Staatsanleihen drohten zeitweilig auszutrocknen (vgl. Europäische Zentralbank 2010, 38). Das und die enorme Volatilität in den Eurofinanzmärkten signalisierte die tiefe Verunsicherung der Marktakteure, die über die Fragen einer europäischen Hilfe bis zur Debatte über die Auflösung der Währungsunion reichte. In diesem Umfeld mussten die Europäer versuchen, in den Kapitalmärkten wieder »vor die Kurve« zu kommen. Das erfordert ein massives Signal der Vertrauensbildung und damit der Stabilisierung der Erwartungen. So beschlossen die europäischen Staats- und Regierungschefs am 9. Mai 2010, die klaffende institutionelle Lücke zu schließen und zusätzlich zu der bereits verabschiedeten Griechenlandhilfe mit der »European Financial Stability Facility« (EFSF) für einen auf drei Jahre begrenzten Zeitraum eine allgemeine Lösung zu schaffen. Es verbleibt die Frage, ob und wie für die Zeit danach ein Krisenmechanismus etabliert werden soll. Das »Ob« ist nur für jene fraglich, die ihre Grundzweifel am Euro bestätigt sehen.

Bei der Argumentation Pro und Contra Euro sollte nicht vergessen werden, dass wir uns nicht mehr im Entscheidungsstadium von 1997/98 befinden. Mitunter wird so argumentiert, als wenn wir heute unter vergleichbaren Optionen wie damals wählen könnten. Das ist nicht der Fall. Die Auflösung

der Währungsunion oder zumindest der Austritt für einzelne Staaten stößt zunächst auf rechtliche Probleme. Beides ist in den europäischen Verträgen nicht vorgesehen. Es findet sich lediglich in einigen Lehrbüchern, ohne freilich damit einen realistischen Weg zu skizzieren. Die europäische Währung muss heute im Lichte der Erfahrungen der vergangenen zehn Jahre gesehen und gewertet werden. Zu Recht wird immer wieder daran erinnert, welche Währungsturbulenzen im Herbst 1992 und Sommer 1993 zu verkraften waren und wie dies inflationsstabile Länder wie Deutschland belastet, die Abwertungsländer aber nicht wirklich begünstigt hat, weil die eigentlich gebotenen strukturellen Anpassungen unterblieben. Man kann sich leicht vorstellen, welcher Abwertungswettlauf seit dem Herbst 2008 eingetreten wäre. Auch mit Blick auf die Stellung Europas im neuen globalen Kräftefeld kann man den Euro in seiner Bedeutung nicht überschätzen. Im Übrigen ist jeder Protagonist der Austritts- oder gar Auflösungsoption bisher die Skizzierung eines praktikablen Weges schuldig geblieben. Ohne dramatische Verwerfungen mit weit reichenden ökonomischen Folgen ginge dies nicht.<sup>1</sup>

Die Einrichtung der »European Financial Stability Facility« war ordnungspolitisch heikel und ist entsprechend kontrovers diskutiert worden. Immer wieder schwingt die Befürchtung mit, dass nun eine vollwertige Transferunion nicht mehr vermeidbar ist. Schon bei den Beschlüssen über den Beginn der Währungsunion wurde dahingehend ein fataler Kompromiss eingegangen. Denn der für die Unterstützung der ökonomischen Angleichung schwächerer Volkswirtschaften auf ihrem Weg bis zum Beitritt zur gemeinsamen Währung gedachte Kohäsionsfonds wurde als dauerhafte Einrichtung konzipiert. Eigentlich hätte dieser Fonds seine Legitimation an dem Tag verloren, an dem der Beitritt vollzogen wird. Insofern gibt es eine latente Neigung in der Europäischen Union zu solchen Lösungen. Ökonomisch muss klar sein, dass Transfers – wie einzelwirtschaftlich auch – immer nur Anstoßhilfen und Überbrückungslösungen sein können, und zwar dort, wo keine Zeit für angemessene strukturelle Antworten bleibt, beispielsweise infolge existenzieller Bedrohung oder weil aus eklatanten Fehlbewertungen ein kurzfristig überfordernder Korrekturbedarf resultiert. Dauerhafte Transfers schaffen hingegen unvermeidbar Abhängigkeiten, und zwar sowohl auf der Geberseite wie auf der Nehmerseite.

Deshalb kommt es darauf an, als unvermeidbar bewertete Unterstützungen mit Auflagen zu verknüpfen, die zweierlei erfüllen: Einerseits den notwendigen Anpassungsprozess

<sup>1</sup> So zeigt eine empirische Studie des ING Financial Markets Research (2010), dass eine komplette Auflösung der Währungsunion eine Schrumpfung der gesamtwirtschaftlichen Leistung in den Mitgliedstaaten von 5 bis 9% sowie einen Einbruch der Börsen auslösen würde. Deflationäre Schocks trafen die preisstabilen, fiskalisch solideren Länder, inflationäre Schocks jene Länder, die mit massiven Abwertungen zu rechnen haben.

zu befördern, und andererseits die Situation für die Empfängerseite so unangenehm wie möglich zu gestalten, um Wiederholungen ihre Attraktivität zu nehmen. Letzteres wurde vom Europäischen Rat durch die Einbindung des Internationalen Währungsfonds angestrebt. Der Fonds verfügt über die notwendige Expertise für solche Hilfen, er scheut die gebotene Härte nicht, und er lenkt den Zorn, der sich bei den Empfängerländern immer auch breit macht, von Europa ab. In der Tat sind die Auflagen der bisherigen Hilfspakte für Griechenland und für Irland mehr als ambitioniert, denn sie gehen weit über das hinaus, was diese Länder aus eigener Einsicht in so kurzer Frist unter den Bedingungen der Parteiendemokratie hätten erreichen können. Mehr noch: Die Entwicklungen in und um Griechenland im Frühjahr 2010 haben zugleich die übrigen Verdächtigen diszipliniert. Ohne Hilfsmaßnahmen mit Widerhaken wäre es in Portugal, in Spanien und auch in Italien und Frankreich nicht zu einem Beginn durchgreifender Veränderungen in den Strukturen der öffentlichen Haushalte gekommen. Die Krise um Griechenland hat für ganz Europa das Signal auf den Ausstieg aus der krisenbedingten Verschuldungspolitik und den Einstieg in die Haushaltskonsolidierung gesetzt.

Natürlich können die Stabilisierungsprogramme in Griechenland und Irland nicht alle Probleme lösen, doch es handelt

sich bei ihnen um bemerkenswert gravierende Eingriffe (vgl. Übersicht). Offenbar wurde durch die Folgen der Finanzkrise für die öffentlichen Haushalte, wie wenig tragfähig die in diesen Staaten etablierten Strukturen sind. Das gilt für Griechenland, wo es sich nicht allein um eine Krise der Staatsfinanzen, sondern um eine umfassende Krise des Staatsverständnisses handelt. Das gilt ebenso für Irland, das in den vergangenen zwei Jahrzehnten einen künstlichen Boom im Finanzsektor erlebte, der keine stabile Wertschöpfungsbasis auf Dauer bietet.

Die Diskussion um die Europäische Währungsunion ist zweimal in diesem Jahr eskaliert, die Preise für die entsprechenden Staatsanleihen reflektieren dies: Zunächst im Frühjahr bis zum Beschluss über den Stabilisierungsmechanismus, erneut im Herbst infolge der zunehmenden Schwierigkeiten in Irland und der Debatten nach den Grundsatzbeschlüssen des Europäischen Rates vom 28./29. Oktober 2010. Dazwischen lag eine intensive politische Diskussion über die Frage, wie auf Dauer mit den Hilfsprogrammen und den Regelwerken der Währungsunion umgegangen werden sollte und inwieweit dies einer Vertragsänderung bedarf. Die Bundesregierung hat früh für die Einführung einer Insolvenzordnung plädiert, um die Einbindung der Gläubiger der Staatsschulden sicherzustellen. Nun bezieht sich das In-

solvenzrecht auf Unternehmen und Privatpersonen, nicht aber auf Staaten. Doch dessen Entwicklung in den vergangenen Jahren, neben die Abwicklung von Unternehmen gleichwertig die Restrukturierungsoption zu stellen, lässt die Analogie zu Staaten in finanzieller Bedrängnis plausibler erscheinen. Nichts anderes als eine Restrukturierung passiert derzeit in Griechenland und Irland, nur ohne Inanspruchnahme der privaten Gläubiger. Diese erfahren durch den dreijährigen Stabilisierungsmechanismus einen Bail-out durch die europäischen Partner und die EZB.

Die grundsätzliche Einigung auf dem Europäischen Rat Ende Oktober 2010, nach dem Auslaufen der besonderen Fazilität die Gläubiger einzubinden, hat die Märkte in Unruhe versetzt, denn das den dort sich entwickelnden Bewertungen bislang zugrunde liegende Paradigma des Bailouts steht damit vor der Entwertung. Die Risikoprämien erklimmen neue Höchstniveaus (vgl. Abb. 2).

Der Bundesregierung, namentlich der Kanzlerin, wird vorgeworfen, durch unspezifische Hinweise auf die künftige Insolvenzordnung für Staaten der Europäischen Währungsunion die Märkte in diese Unruhe versetzt zu haben. Da die konkrete Ausgestaltung der Insolvenzordnung letztlich unbedeutend für die grundsätzliche Änderung der

## Übersicht

### Austeritätsprogramme in Griechenland und Irland

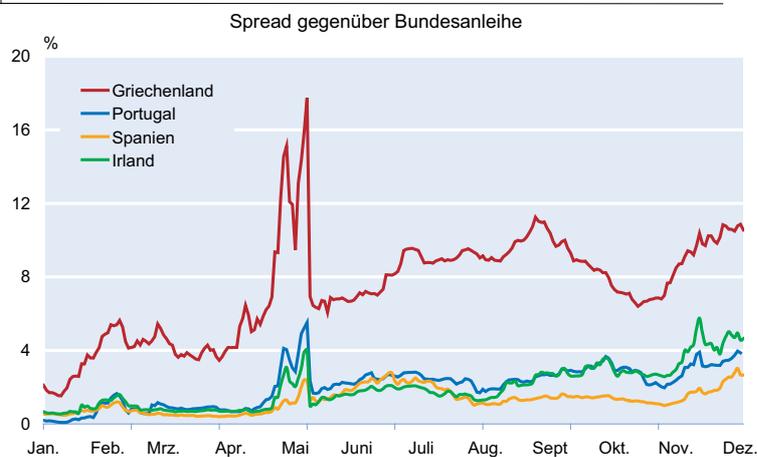
#### Griechenland:

- Anhebung der Mehrwertsteuer von 19% auf 21% ab 15. März 2010 und auf 23% ab 1. Juli 2010,
- Erhöhung der Steuern auf Tabak, Spirituosen und Kraftstoff,
- Einsparungen bei den öffentlichen Gehältern durch Reduzierung des Weihnachts-, Oster- und Urlaubsgelds,
- Abschaffung des Weihnachts-, Oster- und Urlaubsgelds für Rentner oberhalb einer bestimmten Mindestrente, Kürzung bei Beziehern der höchsten Rentenbeträge,
- Abschaffung von Steuerbefreiungen,
- Reduzierung der staatlichen Verwaltungsebenen von fünf auf drei und der Anzahl der Stadtverwaltungen von derzeit über 1 000 auf 370,
- Rentenreform, unter anderem mit Erhöhung des gesetzlichen Rentenalters auf 65 Jahre bis Dezember 2013,
- Senkung der Ausgaben für Gesundheit, Privatisierung der Staatsunternehmen, Stärkung der Steuereintreibung.

#### Irland:

- bis Ende 2014 Kürzungen der Sozialausgaben um 13%,
- Stellenabbau im öffentlichen Dienst um 4%,
- neue Angestellte im ÖD werden 10% weniger verdienen,
- neue Einkommensteuerpflicht für Niedrigverdiener,
- die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer wird ausgeweitet,
- neue Steuern eingeführt, Steuererleichterungen abgeschafft, höhere Mehrwertsteuer,
- Reduzierung der Kosten der Gehälter und Pensionen im öffentlichen Dienst,
- der Mindestlohn wird um 1 Euro pro Stunde herabgesetzt,
- Studentenbeiträge werden angehoben,
- das Rentenalter steigt von 65 auf 68 Jahre bis 2028.

Abb. 2  
Risikoprämien für zweijährige Staatsanleihen der PIGS-Staaten 2010



Quelle: Bloomberg.

impliziten Geschäftsbedingungen für Staatsanleihen der Eurozone ist, geht dieser Vorwurf ins Leere. Die mediale und politische Debatte wird derzeit überproportional von den Bewertungen der Anleihemärkte bestimmt. Und prompt nimmt die Politik den Fehdehandschuh auf und versucht durch die Eröffnung zusätzlicher Sicherungsmechanismen – wie der denkbaren Aufstockung der bestehenden Fazilität – die Märkte zu beruhigen. Das aber wird auf Dauer nicht gelingen können, es ist wie mit dem Hasen und dem Igel, die Kapitalmärkte sind stets schon da.

Deshalb ist es richtig, frühzeitig und eindeutig die veränderten Bedingungen zu benennen, die darauf abzielen, die Interessen von Schuldern und Gläubigern so auszutarieren, dass das moralische Risiko auf beiden Seiten liegt und damit die Kosten für die europäischen Partner minimiert werden. Dabei ist zu bedenken, dass die Gläubiger neben der Unsicherheit über die Fähigkeit der betreffenden Staaten, ihren Schuldendienst zu erbringen, zugleich mit zwei weiteren Unsicherheiten leben müssen: Erstens mit der Unsicherheit über das Verhalten der anderen Gläubiger (vgl. Gianviti et al. 2010, 5 f.). Zweitens mit der Unsicherheit über die dauerhafte europäische Antwort auf staatliche Finanzkrisen. Eine Insolvenzordnung kann nur als Teil eines umfassenderen Restrukturierungsmechanismus wirksam werden, wenn die beiden besonderen Unsicherheiten adressiert werden.

Die vom Europäischen Rat formulierte Kombination von Gläubigerbeteiligung, Einbindung des Internationalen Währungsfonds sowie bilateraler Hilfe der Euroländer definiert dafür einen angemessenen Rahmen. All dies zielt darauf, durch eine forcierte Restrukturierung der Staatsfinanzen des betroffenen Landes dessen Zugang zum Kapitalmarkt wieder zu normalisieren. Für die Ausgestaltung der Gläubigerbeteiligung gibt es keine wirklichen Vorbildlösungen, auf die

man zurückgreifen könnte. Auch die Vereinigten Staaten kennen keinen formalen Regelmechanismus bei einer Zahlungsunfähigkeit eines der 50 Bundesstaaten. In der Literatur ist dieses Thema bislang lediglich für Entwicklungsländer und Schwellenländer systematisiert worden (vgl. Krueger 2002; Rogoff und Zettelmeyer 2002). Ein formalisierter Mechanismus im Sinne einer Insolvenzordnung, der beispielsweise die verschiedenen Instrumente (Wertherabsetzung der Schuldtitel, Verlängerung der Laufzeiten, Moratorium oder Kürzung der Zinszahlung) definiert und den Grad der Automatik vorgibt, stellt Klarheit über die Lastenverteilung zwischen Schuldner und Gläubiger her und kann dadurch die Erwartungen der Marktteilnehmer klären sowie stabilisieren.

In der gegenwärtigen Situation muss also Neuland betreten werden. Dies geschieht mit dem am 28. November 2010 von den EWU-Finanzministern beschlossenen Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM), der den EFSF Mitte 2013 ablösen wird. Der ESM wird zwischen Krisen aufgrund von Zahlungsunfähigkeit und aufgrund von Überschuldung unterscheiden. Dies wird durch eine Schuldenanalyse geschehen, die EU-Kommission, der IWF und die EZB gemeinsam vornehmen. Derartige Schuldenanalysen sind übliche IWF-Praxis. Falls die Analyse ein Problem vorübergehender Zahlungsunfähigkeit erkennt, so wird der ESM diese Illiquidität überbrücken, im Gegenzug für ein Sparprogramm des betroffenen Staates sorgen. Die privaten Gläubiger sollen so ermutigt werden, ihre Kreditlinien beizubehalten. Dies ist ebenfalls gängiges Vorgehen des IWF. Für den Fall, dass ein Land tatsächlich dauerhaft zahlungsunfähig sein sollte, wird das Land hingegen, wie unter IWF-Regeln, einen Restrukturierungsplan mit seinen privaten Gläubigern aushandeln müssen. Der ESM kann in diesem Fall Liquiditätshilfen gewähren. Zu diesem Zweck werden ab Mitte 2013 alle neu emittierten Staatsanleihen des Eurogebietes eine standardisierte, identische Collective Action Clause enthalten, also eine Vertragsklausel, die eine Umschuldung auch gegen den Willen einer Minderheit der Gläubiger ermöglicht. Sie wird so gestaltet, dass alle nach 2013 begebenen Anleihen in den Verhandlungen gemeinsam berücksichtigt werden.

Diese Lösung mag nicht vollends zu überzeugen, weil die Einbindung der Gläubiger stark konditioniert wird. Allerdings wird die Grundidee einer Insolvenzordnung, die finanzielle Restrukturierung im Problemstaat einzuleiten und zu begleiten, umgesetzt. Ein Prozess kollektiven Lernens kann damit beginnen. Sinnvollerweise sollte geprüft werden, ob die Gläubigereinbindung als defensive Maßnahme zur Veränderung der Anreizstrukturen im Markt für Staatsanleihen nicht

durch eine offensive Regelung sinnvoll ergänzt werden kann, die über Basel III und Solvency II für Staatsanleihen eine Unterlegung mit Eigenkapital verlangt. Das dürfte das Potenzial für die Neuverschuldung der Staaten grundlegend verändern.

## Literatur

- Busch, B., M. Jäger und J. Matthes (2010), *Wirtschaftskrise und Staatsbankrott. Sind auch die Industrieländer bedroht?* IW-Analyse 62, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.
- Europäische Zentralbank (2010), *Monatsbericht Juni 2010*, ([http://www.bundesbank.de/download/ezb/monatsberichte/2010/201006.mb\\_ezb.pdf](http://www.bundesbank.de/download/ezb/monatsberichte/2010/201006.mb_ezb.pdf)).
- Gianviti, F., A.O. Krueger, J. Pisani-Ferry, A. Sapir und J. von Hagen (2010), »A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal«, Bruegel WP.
- Krueger, A.O. (2002), *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, Washington DC.
- Rogoff, K. und J. Zettelmeyer (2002), »Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001«, IMF Working Paper 02/133.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1997), *Wachstum, Beschäftigung Währungsunion – Orientierungen für die Zukunft, Jahresgutachten 1997/98*, Metzler Poeschel Stuttgart.



Christoph Paulus\*

## Eine Neuorientierung

Die Fragestellung ist neu. War es doch bislang nahezu durchgängig selbst bei denen, die sich politisch, wirtschaftlich oder wissenschaftlich mit der Problematik eines Staateninsolvenzrechts auseinandergesetzt haben, eine feste Grundannahme, dass diese Thematik im Grunde genommen für Entwicklungsländer reserviert sei. Die jüngsten Erfahrungen innerhalb der Eurozone mit Griechenland und nunmehr Irland zeigen jedoch, dass diese Annahme irrig war. Das Problem ist ganz offensichtlich eines, das sich um derlei Differenzierungen nicht schert; wie es scheint (und wie die Geschichte überschuldeter Staaten mit aller nur wünschenswerter Klarheit dokumentiert), kann eben dieses Problem jeden Staat, unabhängig von seinem Entwicklungsstatus, ereilen.

## Eine inhaltliche und eine terminologische Präzisierung

Eben diese Neuheit macht gleich zu Beginn eine Klarstellung erforderlich, deren Bedeutung gar nicht genug betont werden kann. Es geht um eine inhaltliche und, damit zusammenhängend, um eine terminologische Präzisierung dessen, wovon die Rede ist, wenn man sich Gedanken über die Notwendigkeit eines Staateninsolvenzrechts macht. Bekanntlich war einer der Gründe dafür, dass die frühere Konkursordnung ersetzt und das neue Gesetz mit dem Namen »Insolvenzordnung« versehen wurde, die Einsicht, dass die Konnotationen mit dem Begriff »Konkurs« zu negativ besetzt waren. Nun hat die bisherige Entwicklung der neuen Insolvenzordnung offenbart, dass auch der neue Name keineswegs zu einer neuen Bewertung des geregelten Phänomens geführt hat. Viele verbinden mit der Insolvenzord-

\* Prof. Dr. Christoph Paulus ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Zivilprozess- und Insolvenzrecht sowie Römisches Recht an der Humboldt-Universität zu Berlin.

nung immer noch ausschließlich die Liquidation des schuldenrischen Vermögens.

In Anbetracht dessen ist mit allem Nachdruck zu betonen, dass es im Falle von überschuldeten Staaten einzig und allein mit rigider Ausschließlichkeit um die nachhaltige Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit geht. Es gibt keine Liquidation, keinen Insolvenzverwalter, der schuldenrisches Vermögen versilbern und an die Gläubiger verteilen würde, und es gibt keine Beeinträchtigung des staatlichen, souveränen Herrschaftsanspruchs. Demnach bestehen – unbeschadet einer Reihe von Parallelen und Entsprechungen zwischen beiden Regelungsbereichen – erhebliche Unterschiede gegenüber dem herkömmlichen Insolvenzrecht. Infolgedessen ist es mehr als nur bloße Wortklauberei, wenn statt des negativ besetzten Begriffs ›Insolvenz‹ im Folgenden allein der Begriff ›Resolvenz‹ verwendet wird. Er soll deutlich machen, dass einziges Ziel eines entsprechenden rechtlichen Rahmens die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit eines Staates ist.

#### Vier Gründe FÜR die Einführung einer Resolvenzordnung

Mit dieser Klarstellung ist nunmehr eine Antwort darauf zu suchen, ob Europa eine Resolvenzordnung braucht. Wenigstens vier Gründe sprechen dafür.

##### *Geldleihe als Flucht aus der Verantwortung*

Der erste wird erkennbar, wenn man sich die Vorteile des herkömmlichen Insolvenzrechts im Wirtschaftsleben vor Augen führt. Sofern und soweit ein Insolvenzrecht effektiv ist – soweit es also einen »credible threat« darstellt –, übt es eine disziplinierende Wirkung auf die Akteure des Wirtschaftslebens aus. Schuldner wie Gläubiger sind sich der Möglichkeit dieser Option bewusst und stellen sich darauf ein. Ein Gläubiger prüft also, ob er das Insolvenzrisiko seines prospektiven Schuldners zu tragen bereit ist; und ein potentieller Schuldner wird den mit einem Insolvenzverfahren einhergehenden Vermögens- und ggf. Ansehensverlust nach Kräften zu vermeiden suchen.

Genau solche eine Disziplinierungswirkung stünde den Staaten zumindest der Eurozone gut zu Gesicht. Das ergibt sich aus folgenden Überlegungen: Den Mitgliedstaaten der Eurozone ist eines der traditionellen Mittel, der Überschuldung zu entkommen, aus der Hand genommen. Sie können ihre Schulden nicht mehr »weginflationieren«, weil sie die Verfügungsgewalt über die Notenpresse aus der Hand gegeben haben. Wenn man die andere altherwürdige Alternative, wie ein Staat der Überschuldung entgehen kann – nämlich die Steuern zu erhöhen –, in vergleichbar intensiver Weise wie Irland im Falle seiner Körperschaftsteuer als unzumut-

bar beiseite schiebt (um damit vor den eigenen Wählern zu punkten bzw. Einkommen zu perpetuieren), bleibt zur Deckung der steigenden Ansprüche fast nur noch die Option übrig, Schulden zu machen.

Die Aufnahme von Darlehen (damit sind im Folgenden nicht nur entsprechend benannte Verträge, sondern auch Schuldverschreibungen etc. gemeint) ist von gleichsam verführerischer Attraktivität – ganz besonders dann, wenn (wie derzeit) eine Niedrigzinsphase besteht. Können doch mit ihrer Hilfe eben diese Ansprüche befriedigt werden, ohne den Bürgern (sprich: Wählern) die damit einhergehenden Lasten aufbürden zu müssen; diese haben vielmehr Wähler späterer Generationen von Politikern zu tragen, wenn es zur Rückzahlung des Dargeliehenen kommt (dieser Zeitpunkt wird übrigens üblicherweise dadurch noch weiter in die Zukunft verschoben, dass statt Rückzahlung eine Umschuldung vereinbart wird). Aus einer bloßen Tagesperspektive heraus betrachtet, erscheint die Aufnahme von Darlehen somit wie eine win-win-Situation.

Das ist aber – insoweit durchaus vergleichbar mit den Anfangsgewinnen bei einem Schneeballsystem – nur scheinbar richtig. Denn natürlich kommt der Zeitpunkt, an dem die Schulden außer Verhältnis zu den Rückzahlungsmöglichkeiten stehen. Das wird in der Relation ›öffentliche Schulden zum Bruttosozialprodukt‹ ausgedrückt. Diese Relation ist ein gewichtiger (freilich allein nicht ausschlaggebender) Indikator für die Schuldentragfähigkeit eines Landes; sie ist im Falle Griechenlands und Irlands, aber auch vieler weiterer Staaten durchaus besorgniserregend.

Die aus dieser schlichten Analyse zu ziehende Schlussfolgerung ist, dass die Verwendung von Darlehen diszipliniert werden muss. Das betrifft aber nicht nur die Darlehensnehmer, sondern auch die Gläubiger. Da es bislang kein Insolvenz- bzw. Resolvenzrecht für Staaten gibt, gehen sie – wie die weit überwiegende Erfahrung zeigt: berechtigterweise – davon aus, dass sie unbeschadet der finanziellen Schwierigkeiten des Staates volle Befriedigung ihrer Forderung erhalten.

Hinter dieser Kausalität verbirgt sich ein Problem des Gläubiger-Moral-Hazard, das im herkömmlichen Insolvenzrecht des Wirtschaftslebens mit jedem Schuldner verbunden ist, der »too big to fail« und somit dem Insolvenzrisiko entkommen ist. Entsprechendes gilt für Staaten: Da und soweit es kein Resolvenzrecht gibt, können und dürfen Gläubiger mit gutem Grund von einer risikofreien Anlage ausgehen. Das haben im Falle Griechenlands insbesondere einige große deutsche und französische Banken getan, indem sie ihr Portfolio überproportional mit griechischen Anleihen aufgebläht haben. Nicht wenige waren daher der Ansicht, dass die Rettung Griechenlands de facto die Rettung eben dieser Banken war, die im Falle einer Zahlungsunfähigkeit Griechen-

lands zur Vermeidung eines zweiten »Lehman Bros.«-Falls unabdingbar geworden war. Durch diese Zusammenhänge wird die Aufnahme von Darlehen durch Staaten natürlich auch noch erleichtert.

### *Erfordernis einer Schuldenrestrukturierung statt nur Neuverschuldung*

Ein weiterer Grund, der für die Einführung einer Insolvenzordnung spricht, zeigt sich an den Reaktionen der Mitglieder der Eurozone auf die Griechenlandkrise und jetzt diejenige Irlands: Wie ganz generell im Umgang mit überschuldeten Staaten beobachtbar, wird dieses Phänomen immer wieder aufs Neue als vollkommen überraschend empfunden und löst eine profunde Orientierungslosigkeit aus. Wenn man hilft, statt etwa auf den Pariser oder den Londoner Club verweisen zu können, dominiert eine wie auch immer gearbete Variante des »bailing out«. Dieses jedoch stellt keine endgültige Lösung dar – gerade und besonders, wenn es wie im Falle Griechenlands temporär ausgestaltet ist. Für die Griechen wird das Jahr 2013 als das nächste Schicksalsjahr apostrophiert, weil dann die neuen Fälligkeiten eintreten werden. Aber auch bei anderen Ländern ist mit einer bloßen momentanen Geldspritze oder einer Umschuldung nicht viel geholfen; was vielmehr stattdessen Not tut, ist die völlige Restrukturierung der Schulden.

Erforderlich ist mithin eine Neugestaltung der Schulden, nicht bloß eine Neuverschuldung. Probates Mittel im Bereich des herkömmlichen Wirtschaftsrechts ist das Insolvenzrecht – genauer: das Planverfahren, das seinerseits dem US-amerikanischen Chapter-11-Verfahren nachgebildet ist. Nichts spricht dagegen, dass ein entsprechend ausgestaltetes Insolvenzverfahren nicht dieselben Wirkungen zeitigen könnte und würde.

### *Strukturierung des Chaos durch ein juristisches Verfahren*

Ein weiterer Grund pro Einführung eines Insolvenzverfahrens resultiert aus dem Voranstehenden. Die Verlautbarung eines Staates, seine Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen zu können, trifft die Staaten- und Gläubigergemeinschaft häufig vollkommen unvorbereitet. Dadurch kommt es zu chaotischen Reaktionen, die ihrerseits die Krise gegebenenfalls noch verstärken. Statt nüchternem Kalkül dominiert hektischer Aktionismus, der nur selten von einem längerfristigen Plan getragen ist. Es gibt kaum ein schlagenderes Beispiel für dieses Szenario als die Tage und Wochen betriebssamer – und damit die Kosten enorm in die Höhe treibenden – Ratlosigkeit, die im Frühjahr 2010 nach Griechenlands Mitteilung seiner Zahlungsunfähigkeit in der Politik vorherrschte.

Der tiefere Sinn und der unschätzbare Vorteil eines (jeden) juristischen Verfahrens besteht darin, Strukturen in ein der-

artiges Chaos zu bringen. Ein geregeltes Verfahren gibt vor, mit welchem formalen Schritt zu beginnen ist und welche nachfolgend zu unternehmen sind. Das ist eine in ihrer Bedeutung und Wertigkeit kaum zu überschätzende Erleichterung. Als Nachteil mag allenfalls empfunden werden, dass diese Schrittfolge nicht von politischem Willen gesteuert, sondern von rechtlicher Automatik getragen wird; wie auch immer motivierte Abweichungen werden dadurch wenn nicht unmöglich, dann doch schwieriger zu begründen. Doch was in den Augen mancher politisch Denkender als Defizit erscheint, lässt sich auch als Vorteil deuten. So wie das Planverfahren der Insolvenzordnung bei richtiger Einschätzung die Politik von ihrer Verantwortung entlastet, einen »too big to fail«-Schuldner (wie etwa Quelle oder Opel) retten zu müssen, könnte ein Insolvenzverfahren die Verantwortung auf die Schultern aller Beteiligten verteilen.

### *Deutschland als Vorreiter eines globalen Desideratum*

Ein schließlicher Grund für die Einführung eines Insolvenzverfahrens ergibt sich mehr aus atmosphärischen als aus harten juristischen Überlegungen. Europa könnte nämlich mit der Einführung eines Insolvenzverfahrens eine weltweite Führungsrolle übernehmen. Gerade Deutschland könnte mit seiner bisher schon gezeigten Ernsthaftigkeit, ein Staateninsolvenzverfahren einführen zu wollen, ein globales Vorbild werden. Immerhin enthält die letzte Regierungserklärung den Passus, dass sich Deutschland für die Etablierung eines solchen Verfahrens stark machen wolle. Damals freilich dachte man dabei noch allein an die entwicklungspolitische Dimension dieser Bestrebung. Doch stünde es Deutschland und seiner Glaubwürdigkeit gut an, auf dieser Aussage aufzubauen und seine bisherigen Bemühungen konsequent voranzutreiben.

### **Das mögliche Grundgerüst einer Insolvenzordnung**

Wenn nach den bisherigen Ausführungen die Antwort auf die gestellte Frage ein eindeutiges »Ja« ist, scheint es angezeigt, zumindest in ein paar knappen Worten darzustellen, wie eine Insolvenzordnung aussehen könnte. Vorschläge gibt es nicht wenige, und viele von ihnen sind gut und beherzigenswert.

### *Ein Sovereign Debt Tribunal*

So weit ersichtlich, ist allen Vorschlägen gemein, dass es eine Art richterlicher Instanz geben sollte – ein »Sovereign Debt Tribunal« (SDT). Zweckmäßigerweise sollte es aus einem fest angestellten Präsidenten bestehen sowie einem Pool von vielleicht 30, den beruflichen, nationalen und sonstigen Diversifizierungsanforderungen genügenden Schuldenregulierungsexperten. Diese stehen gewissermaßen auf

Abruf bereit für den Fall, dass der Präsident sie für den je konkreten Einzelfall als maßgebliche Richter bestimmt. Dieses Gericht leitet das Verfahren ab dem Moment, von dem an ein Staat – und nur er! nicht also auch die Gläubiger – die Einleitung des Insolvenzverfahrens beantragt. Es wäre für Europa einleuchtend und folgerichtig, wenn dieses Gericht als separate Institution am Europäischen Gerichtshof in Luxemburg verankert würde; seine Unabhängigkeit und Neutralität würde damit allemal besser dokumentiert, als wenn es etwa mit der Europäischen Zentralbank in Frankfurt verbunden wäre.

### **Antragstellung**

Nach der mir vorschwebenden Verfahrensausgestaltung (ausführlicher in: Zeitschrift für Gesetzgebung 2010, S. 313 ff.) wird mit dem soeben erwähnten Antrag das Verfahren eingeleitet. Der Antrag muss mit der Präsentation eines Planes einhergehen, in dem minutiös aufgeschlüsselt ist, wie die Insolvenz herbeigeführt werden soll und welche Beiträge Schuldner wie Gläubiger hierzu zu leisten haben. Dieser Plan stellt freilich vorerst nur einen Entwurf dar, der im Verlauf der nachfolgenden Erörterung mit den Gläubigern natürlich noch vielfältigen Änderungen ausgesetzt sein kann. Der Entwurf dient aber gewissermaßen als Einlasskontrolle in das Verfahren; denn das SDT muss seine Fundiertheit und Realisierbarkeit überprüfen.

### **Eröffnungsgrund**

Unter welchen Voraussetzungen die Einleitung eines Insolvenzverfahrens möglich sein sollte, ist letzten Endes ein politische Frage – wie im Falle der irischen Körperschaftsteuer wunderbar offenbart wird –, die üblicherweise mit »Untragbarkeit der Schuldenlast« umschrieben wird. Darüber, welche weiteren Konsequenzen mit der Einleitung eines derartigen Verfahrens verbunden sein sollten, kann man streiten: So könnte etwa eine Art allgemeines Moratorium für alle Gläubiger eingeführt werden; ferner die Berechtigung des Schuldnerstaats, bestimmte frühere Verträge zu annullieren oder gar weggegebene Vermögenswerte unter bestimmten Voraussetzungen wieder zurückzuholen.

### **Eine umfassende Lösung**

Notwendig ist das alles aber nicht. Was aber sehr wohl sichergestellt sein muss, ist, dass das Verfahren nicht etwa auf bestimmte Gläubiger begrenzt ist (wie das bei Pariser bzw. Londoner Club der Fall ist), sondern dass alle davon erfasst werden – also auch die, die nicht an dem Verfahren teilnehmen: sei es, weil sie davon nicht wissen, sei es, weil sie nicht teilnehmen wollen, sei es, weil sie weit außerhalb Europas wohnen. Bei einer weiteren Fragmentierung der Beteiligten droht die Gefahr von Effizienzverlusten und die Schaffung von unerwünschten Taktierungsoptionen.

### **Gruppenbildung der Gläubiger**

Die Gläubiger werden in sachlichen Einordnungskriterien genügenden Gruppen eingeteilt. Diese Komprimierung ist allein schon deswegen unausweichlich, weil die schiere Anzahl der Gläubiger anderenfalls die größten logistischen Probleme auslösen würde. Diese Gruppenbildung ist von außerordentlicher Bedeutung, weil die schließliche Abstimmung über den Plan der Zustimmung durch eben diese Gruppen bedarf. Auch wenn die Zustimmung jeder einzelnen Gruppe benötigt werden sollte, impliziert das, dass nicht etwa jeder einzelne Gläubiger sein Placet erteilen muss, sondern es genügt die (wie auch immer zu normierende) Mehrheit der gruppengebundenen Gläubiger. Sollte also für die gruppeninterne Abstimmung die einfache Mehrheit vorgesehen sein, genügt für ein »Ja« die Zustimmung von 50% + x der Gläubiger dieser Gruppe.

### **Der zentrale Punkt: Die Betroffenen müssen miteinander verhandeln**

Bis es aber zu dieser Abstimmung kommt, werden Schuldner und Gläubiger gemeinsam an einen Tisch gebracht, an dem sie den vorgelegten Plan diskutieren. Das ist letzten Endes die entscheidende Funktion einer wie auch immer auszugestaltenden Insolvenzordnung: Sie soll und muss die Beteiligten an einen Tisch bringen, an dem sie sich unter neutraler Leitung über eine Lösung verständigen. Bei diesen Verhandlungen wird es naturgemäß darum gehen, den eigenen Individualinteressen zum Durchbruch zu verhelfen. Das Gesetz tut aber gut daran, an dieser Stelle keinerlei substantielle Vorgaben zu machen; es sollte auf das Kräfteverhältnis der Verhandlungen vertraut werden.

### **Abstimmung über den Plan**

Zu einem bestimmten Zeitpunkt muss der Plan sodann zur Abstimmung gestellt werden. Aus dem Zustimmungserfordernis ergibt sich der Druck für den Schuldner, die Gläubigerbelange hinreichend zu berücksichtigen. Denn ohne den Plan verändert sich die Rechtslage und damit Höhe wie Fälligkeiten der Forderungen nicht. Diese Abhängigkeit von den Gläubigern ist die Kompensation für das aus politischen wie praktischen Gründen allein dem Schuldner zu verleihende Recht, das Verfahren in Gang zu setzen. Allerdings kann diese Abhängigkeit dadurch gemildert werden, dass man das Einstimmigkeitserfordernis der Gruppen (nicht: innerhalb der Gruppen!) reduziert. Vorbild dafür könnte die sog. »cram-down-rule« des § 245 InsO sein, die unter bestimmten Voraussetzungen eine einfache Gruppenmehrheit genügen lässt.

### **Umsetzung des Planes**

Wird der Plan auf diese Weise angenommen, muss ihn das Gericht bestätigen und zu diesem Zweck den Verfahrens-

ablauf noch einmal auf seine Rechtmäßigkeit hin überprüfen. Die eigentliche Umsetzung des Planes erfolgt erst im Anschluss daran. Um den Schuldner auch in dieser Zeit zur Einhaltung seiner durch den Plan übernommenen Verpflichtungen anzuhalten, könnte vorgesehen werden, dass bei einem substantiellen Verstoß die ursprünglichen Rechtspositionen sämtlicher Gläubiger wieder aufleben und die mit dem Plan erzielten Vorteile mithin verloren sind.

### *Eine Chance zur Nachbesserung*

Wenn der Plan allerdings die erforderliche Mehrheit nicht erzielen kann, sollte es zumindest die einmalige Chance zur Nachbesserung, d.h. zur Nachverhandlung geben. Wenn aber auch diese scheitert, so bietet die Währungsunion (anders als bei sonstigen überschuldeten Staaten) die Möglichkeit, eine ganze Palette von Sanktionen vorzusehen, die auch den Ausschluss aus dem Stabilitäts- und Währungspakt umfassen könnten. Dies stellt sicherlich die härteste Sanktion gegenüber dem Schuldnerstaat dar; das Scheitern könnte aber auch in den Verantwortungsbereich eines oder mehrerer Gläubiger fallen, die einen sog. ‚hold-out‘ versuchen. Ihnen gegenüber könnte das Gericht das Stimmrecht entziehen oder aber ihr Votum in jedem Fall als ein ‚ja‘ werten. Auf diese Weise könnten beide Seiten diszipliniert werden.



Kathrin Berensmann\*

## **Braucht Europa eine Insolvenzordnung für Staaten?**

Ein Insolvenzverfahren für Staaten stellt ein wichtiges noch fehlendes Instrument zur Bewältigung von Verschuldungskrisen in der Europäischen Währungsunion (EWU) dar, da es im Vergleich zu Ad-hoc-Verfahren eine schnelle und geordnete Lösung von Verschuldungskrisen bewirken kann, die für Gläubiger und Schuldner mit geringeren Kosten verbunden ist. Außerdem trägt ein Insolvenzverfahren zu einer Verteilung der Lasten zwischen den Gläubigern bei. Aber ein Insolvenzverfahren ist nur als komplementäres Instrument zu flankierenden Instrumenten zur Prävention von Verschuldungskrisen in der EWU wirkungsvoll.

## **Die Notwendigkeit von Insolvenzverfahren für Staaten in der EWU**

Die aktuellen Schuldenkrisen einiger Staaten in der EWU – Griechenland und Irland – haben deutlich gemacht, dass Europa eine Insolvenzordnung für Staaten braucht, weil die EWU über keine systematischen Instrumente zur Krisenbewältigung verfügt. Bei einem Insolvenzverfahren für Staaten werden die Verbindlichkeiten eines Staates nach bestimmten Regeln durch Mehrheitsentscheidungen von Gläubigern gegenüber Minderheiten umgeschuldet.

Für die Einführung eines internationalen Insolvenzverfahrens für Staaten auf europäischer Ebene spricht, dass es derzeit nur Ad-hoc-Verfahren zur Umstrukturierung von Auslandsschulden eines zahlungsunfähig gewordenen Staates gibt. Derartige unregelmäßige Umschuldungsprozesse verteilen die Lasten auf die Gläubiger nicht gleich, zögern die Prozesse hinaus und sind für Gläubiger als auch Schuld-

\* Dr. Kathrin Berensmann ist Senior Economist beim Deutschen Institut für Entwicklungspolitik, Bonn.

ner sehr kostspielig. Dieses Fehlen von klaren Regeln zur Bewältigung der Finanzkrise in Griechenland trug zur Volatilität der Finanzmärkte in der EWU bei, weil die Marktteilnehmer nicht wussten, mit welchen wirtschaftspolitischen Maßnahmen die Regierung und die Kommission auf die Krise reagieren würden.

Ein weiteres spezifisches institutionelles Argument für die Einführung eines Insolvenzverfahrens für Staaten ausgerechnet in der EWU ist, dass der institutionelle Rahmen der EU und der EWU die Errichtung eines derartigen Verfahrens erleichtern. Im Unterschied zu anderen Ländern und Regionen besteht bereits ein institutionelles Gerüst, das für das Insolvenzverfahren genutzt werden könnte. Die EWU gehört der EU an, die bereits über supranationale Institutionen und gemeinsame gesetzliche Regeln verfügt. Außerdem haben der EU-Vertrag und die Gesetze Vorrang vor nationalen Gesetzen (vgl. Gianviti et al. 2010, 17–18).

### Risiken in der EWU

Gerade für den Euroraum ist ein Insolvenzverfahren für Staaten ein wichtiges Instrument zur Bewältigung von Verschuldungskrisen, weil die gemeinsame Währung und die damit verbundene hohe Finanzintegration der EWU-Staaten hinsichtlich der Staatsanleihen die folgenden Risiken bergen.

Erstens besteht das Risiko des Moral-Hazard-Verhalten auf Seiten der Schuldner. Hoch verschuldete Mitgliedstaaten in der EWU profitieren von den niedrigen Zinsen für ihre öffentlichen Schulden, weil die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank für niedrige Inflationsraten hoch ist. Insofern haben Mitgliedstaaten der EWU einen Anreiz, sich hoch zu verschulden. Dieses Problem haben die Verantwortlichen bei der Gründung der EWU zwar erkannt und in zwei Artikeln des Vertrages entsprechende Maßnahmen getroffen, aber sie waren zur Verhinderung der aktuellen Finanzkrise in der EWU nicht ausreichend. In Artikel 125 des Vertrages ist eine No-Bailout-Klausel verankert. Danach besteht keine Beistandspflicht der Mitgliedstaaten füreinander (vgl. Gianviti et al. 2010, 4). Aber diese No-Bailout-Klausel war nicht glaubwürdig genug (vgl. Sinn und Carstensen 2010, 9). Gleichmaßen sollte der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der auf Artikel 126 des Vertrages basiert, hohe fiskalische Defizite verhindern.

Zweitens besteht ohne ein Insolvenzverfahren für Staaten das Risiko, dass die Gläubiger ein Bailout der Mitgliedstaaten durch die EU oder andere Mitgliedstaaten erwarten (Moral-Hazard-Verhalten auf Seiten der Gläubiger). Ein Insolvenzverfahren hat den Vorteil, dass die Lasten zwischen den privaten und öffentlichen Gläubigern verteilt werden könnten.

Drittens kann infolge der hohen Finanzintegration innerhalb der EWU ein Default eines Mitgliedstaates die Stabilität der gesamten EWU bedrohen. Zum einen sind fast die gesamten öffentlichen Schulden, die in der EWU emittiert wurden, in Euro begeben worden und werden vorwiegend von Bewohnern der EWU gehalten. Ausnahmen hierzu bilden die öffentlichen Schulden der deutschen und französischen Regierung, von denen etwa die Hälfte innerhalb und außerhalb von der EWU gehalten wird. Zum anderen werden die Staatsanleihen häufig nur von wenigen Ländern in der EWU gehalten. Aus diesem Grund kann ein Default eines EWU-Mitgliedes, die Bankensysteme in den betroffenen Gläubigerländern gefährden (vgl. Gianviti et al. 2010, 17–18).

### Insolvenzverfahren löst Kollektivprobleme

Neben diesen spezifischen Gründen für die EWU gibt es noch eine Reihe weiterer Gründe für die Einführung eines Insolvenzverfahrens. Staaten verzögern die Einleitung eines Insolvenzverfahrens im Wesentlichen aus folgenden Gründen. Das Fehlen eines systematischen Ablaufes eines Umstrukturierungsprozesses verunsichert die Schuldnerstaaten.<sup>1</sup> Vor allem die Umschuldung von Staatsanleihen ist aufgrund sehr heterogener Gruppen mit erheblichen Koordinierungsproblemen verbunden. Hier spielen drei Probleme des kollektiven Handelns eine wichtige Rolle:

- *Der Rush to the Exit:* Gläubiger werden versuchen, ihre Forderungen möglichst schnell zu verkaufen, wenn sie befürchten, dass der Schuldnerstaat in eine Verschuldungskrise gerät. Aus diesem Grund ist es für den einzelnen Gläubiger rational, seine Forderungen vor den anderen Gläubigern zu verkaufen, weil bei Liquiditätsgängen der Schuldner nur diejenigen Anleihehalter ihre gesamten Forderungen erhalten, die vor den anderen verkaufen. Sollten relativ viele Anleger ihre Anleihen verkaufen, sinkt ihr Wert auf den internationalen Finanzmärkten.
- *Der Rush to the Courthouse:* Hier besteht die Gefahr, dass viele Gläubiger ihre Forderungen vor Gericht einklagen. Daraufhin würde der Wert der Anleihen zum Schaden aller Gläubiger insgesamt sinken.
- *Das Trittbrettfahrerverhalten:* Ebenso besteht die Gefahr, dass eine an der Umstrukturierung nicht beteiligte Minderheit nach der Umschuldung relativ mehr ihrer Forderungen geltend machen kann als die sich an der Umschuldung beteiligende Mehrheit (vgl. Roubini 2002).

Wenn diese Koordinationsprobleme nicht gelöst werden können, besteht die Gefahr, dass die Umschuldung für alle Beteiligten, für Gläubiger und Schuldner gleichermaßen, kostspieliger ist als kooperative Lösungen.

<sup>1</sup> Einen guten Überblick über Umschuldungsprozesse in verschiedenen Staaten bietet IWF (2002).

## Risiken eines Insolvenzverfahrens

Diesen Vorteilen von Insolvenzverfahren für Staaten steht eine ganze Reihe von Nachteilen gegenüber. Erstens könnte das Schuldner-Moral-Hazard verstärkt werden, weil es für die Schuldner einfacher wird, ein Insolvenzverfahren einzuleiten und damit könnten die Schuldner das Verfahren zu ihren Gunsten ausnutzen. Aber dieses Problem kann mit der Ausgestaltung des Verfahrens zumindest verringert werden. Es könnten beispielsweise Sanktionen gegen den Schuldner vorgenommen werden, wenn ein Verfahren ungerechtfertigt eingeleitet oder nicht ordnungsgemäß durchgeführt wird. Zu diesen Sanktionen zählt beispielsweise, dass ein Schuldner die Kosten des Verfahrens tragen muss oder er für eine bestimmten Zeitraum kein Verfahren mehr einleiten darf.

Zweitens besteht die Gefahr, dass die Schuldner nach Einleitung eines derartigen Verfahrens den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verlieren. Aber die Refinanzierungsmöglichkeiten auf den internationalen Finanzmärkten sind eher von der gesamten wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes abhängig. Aus diesem Grund sollte ein Insolvenzverfahren an wirtschaftspolitische Bedingungen geknüpft werden.

Drittens besteht das Risiko, dass das Insolvenzverfahren sogar eine Finanzkrise in den Schuldnerländern erzeugen könnte, weil einige Gläubiger bereits bei der Ankündigung eines derartigen Verfahrens die Anleihen verkaufen werden (Run to the Exit). Auch dieses Problem kann durch eine entsprechende Ausgestaltung des Verfahrens gelöst werden. Zum einen sollte ein Insolvenzverfahren nicht lange vorher angekündigt werden. Zum anderen sollte ein Insolvenzverfahren eine Zahlungseinstellung der Schuldner für einen begrenzten Zeitraum und eine Klageaussetzung einschließen (vgl. Berensmann 2003; Berensmann und Herzberg 2009).

Eine vierte Schwachstelle des Insolvenzverfahrens für Staaten ist, dass es schwierig ist, die Aktiva von Staaten zu bewerten. Fünftens werden die staatlichen Hoheitsrechte berührt, weil ein Staat in einem derartigen Verfahren internationalem – hier europäischem – Recht unterliegt. Da bereits ein rechtlicher Rahmen für die EWU und die EU vorhanden ist und auch im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes Sanktionsmöglichkeiten bestehen, ist dieses Problem innerhalb der EU eher geringer.

Diese Gegenüberstellung der Vor- und Nachteile von Insolvenzverfahren für Staaten haben dargestellt, dass es ein wichtiges Instrument zur Bewältigung von Verschuldungskrisen in der EWU ist.

## Reformbedarf der europäischen Debt-Governance-Architektur

Die aktuellen Schuldenkrisen einiger Staaten in der EWU – Griechenland und Irland – haben deutlich gemacht, dass die bisherigen Instrumente der EWU, vor allem die Maastricht-Kriterien und der Euro-Stabilitätspakt – derartige Schuldenkrisen nicht verhindern konnten. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass die EWU über keine Instrumente zur Krisenbewältigung verfügt hat. Aus diesen Gründen ist eine Reform der Debt-Governance-Architektur in Europa zur Verhinderung und Bewältigung von Verschuldungskrisen notwendig. Dabei ist es wichtig, ein Gesamtkonzept zu erstellen, das sowohl Instrumente zur Verhinderung als auch zur Bewältigung von Verschuldungskrisen einschließen.

## Neue Instrumente der Europäischen Kommission

Die Europäische Kommission und die beauftragte Task Force on Economic Governance mit dem Präsidenten des Europäischen Rates, Herman van Rompuy, haben inzwischen eine Reihe von Vorschlägen für weitere Instrumente zur Verhinderung von Verschuldungskrisen ausgearbeitet, wie z.B. ein neues Rahmenwerk zur Stärkung der Economic Governance in der EU. Dieses Rahmenwerk konzentriert sich stärker auf die langfristige Schuldentragfähigkeit und eine effektivere Durchsetzung von Maßnahmen zur Erreichung von Finanzdisziplin der Mitgliedstaaten sowie eine Ausweitung der wirtschaftspolitischen Überwachung.<sup>2</sup>

Ein Kritikpunkt an den Maßnahmen zur Verhinderung von Krisen ist, dass die Instrumente ausschließlich auf der Schuldnerseite ansetzen. Ein noch fehlendes Instrument zur Verhinderung von Verschuldungskrisen stellt ein Code of Conduct<sup>3</sup>, der Verhaltensregeln für Schuldner und Gläubiger vor und während einer Verschuldungskrise umfasst, wie z.B., einen frühen Dialog zwischen Schuldnern und Gläubigern, einen fairen Informationsaustausch zwischen allen Beteiligten, eine faire Gläubigerrepräsentation, zügige und kooperative Verhandlungen, die Gleichbehandlung aller Gläubiger oder die Aufrechterhaltung der bestehenden Verträge (vgl. Berensmann 2003; Ritter 2009).

Gleichermaßen sind Instrumente zur Krisenbewältigung eingeführt worden, wie z.B. der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus und die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (European Financial Stability Facility, EFSF). Die Minister der Eurogruppe haben sich am 28. November 2010

<sup>2</sup> Der Bericht der Arbeitsgruppe unter Leitung von Herman van Rompuy vom 21. Oktober 2010 bietet einen detaillierten Überblick über die Maßnahmen in dem neuen Rahmenwerk zur Stärkung der *Economic Governance* in der EU (Task Force to the European Council 2010).

<sup>3</sup> Ein anderer häufig verwandter Begriff ist *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*.

auf ein neues Instrument – European Stability Mechanism (ESM) – geeinigt, das auf dem EFSF aufbaut und das neue Rahmenwerk zur Stärkung der Economic Governance in der EU ergänzen soll.

### **Einführung eines permanenten Krisenmechanismus**

Im Rahmen des ESM stellt die EWU den Mitgliedsländern finanzielle Hilfe zu strikten Bedingungen bereit entsprechend den Regeln des EFSF. Finanzielle Hilfe wird an ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm und an eine Schuldentragfähigkeitsanalyse geknüpft, die von der Europäischen Kommission und dem Internationalen Währungsfonds in Zusammenarbeit mit der EZB durchgeführt wird. Die Minister der EWU entscheiden auf dieser Basis über die Hilfe.

Sollte die Schuldentragfähigkeitsanalyse ergeben, dass ein Staat solvent ist, dann sollte der Privatsektor seine Forderungen aufrechterhalten. Wenn die Schuldentragfähigkeitsanalyse aber zum Ergebnis kommt, dass der Staat insolvent ist, dann sollte der Schuldner mit den privaten Gläubigern einen umfassenden Plan zur Umstrukturierung der Schulden erstellen. Wenn Schuldentragfähigkeit mit diesen Maßnahmen erreicht wird, dann könnte der ESM finanzielle Hilfe leisten (vgl. Europäische Minister 2010; European Council 2010).

### **Kollektivklauseln zur Vereinfachung des Umschuldungsprozesses**

Zur Vereinfachung dieses Umstrukturierungsprozesses sollen Kollektivklauseln – nach britischem oder amerikanischem Recht – in alle Staatsanleihen eingebunden werden, die in der EWU ab Juni 2013 emittiert werden. Diese Klauseln zielen darauf ab, Gläubigern und Schuldnern einen Anreiz zu bieten, an Umschuldungen teilzunehmen und Umstrukturierungen von Staatsanleihen zu vereinfachen. Eine bedeutende Art von Kollektivklauseln sind Mehrheitsklauseln, nach denen eine qualifizierte Mehrheit von Anleihehaltern die Vollmacht bekommt, auch Minderheiten in verbindliche Vertragsänderungen hinsichtlich der Zahlungsbedingungen, wie zum Beispiel eine temporäre Zahlungseinstellung, die Reduzierung der Zinsen, die Reduzierung des Schuldenstandes oder die Verlängerung der Laufzeiten), einzubinden (vgl. Europäische Minister 2010; European Council 2010).

Aber auch Kollektivklauseln sind mit im Wesentlichen mit zwei Nachteilen verbunden. Zum einen stellen sie kein umfassendes Instrument für die Umstrukturierung von Auslandsschulden eines Staates dar, weil nur ein Teil der Schuldenarten, nämlich Anleihen, berücksichtigt werden. Multilaterale und bilaterale Schulden werden nicht einbezogen.

Zum anderen werden die Kollektivklauseln nur in neue Anleihen eingebunden. Damit entstehen temporär zwei Anleiheklassen – mit und ohne Kollektivklauseln (vgl. Berensmann 2003).<sup>4</sup>

### **Insolvenzverfahren: Ein wichtiges Instrument zur Krisenbewältigung in der EWU**

Im Rahmen der europäischen Debt-Governance-Architektur stellt ein internationales Insolvenzrechtsverfahren für Staaten ein wichtiges Element dar, das vorwiegend zur Bewältigung von Verschuldungskrisen in den Mitgliedstaaten beitragen soll. Die van-Rompuy-Kommission hat den Auftrag, einen Vorschlag für ein Insolvenzverfahren für Staaten zu erstellen, aber bisher hierzu noch keine Ergebnisse veröffentlicht. Ein Insolvenzverfahren sollte so ausgestaltet sein, dass zum einen Moral-Hazard-Verhalten auf Seiten der Gläubiger und Schuldner verhindert wird. Zum anderen sollten zwischen privaten und öffentlichen Gläubigern sowie innerhalb der Gruppen die Lasten gleich verteilt werden. Dabei sollte ein Insolvenzverfahren die folgenden Merkmale beinhalten:<sup>5</sup>

- *Neutraler Schiedsmechanismus:* Die Anbindung an europäische Institutionen könnte dazu beitragen, neutrale Entscheidungsstrukturen zu garantieren. Dies würde auch die Akzeptanz von den EWU-Mitgliedstaaten erhöhen. Ein weiterer Vorteil ist, dass die Rechtsverhältnisse zwischen der EU und den betroffenen Staaten geklärt sind, d.h. EU-Recht hat Vorrang vor nationalem Recht. Gianviti et al. (2010) haben hier einen interessanten Vorschlag für einen European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution (Europäischer Mechanismus zur Bewältigung von Krisen) gemacht. Dieser Vorschlag basiert auf drei Institutionen: (i) Rechtliche Instanz: Der Europäische Gerichtshof soll den Antrag auf Verfahrenseröffnung entgegennehmen und die rechtliche Absicherung garantieren; (ii) Wirtschaftliche Instanz: Die Europäische Kommission oder die Europäische Kommission zusammen mit der EZB soll das Verfahren ausführen und Verschuldungssituation beurteilen; (iii) Finanzinstanz: Der EFSF soll finanzielle Hilfe bereitstellen. Da der EFSF aber durch den ESM ersetzt wird, sollte der ESM diese Rolle übernehmen.
- *Gläubigerkoordination:* Da alle Gläubiger in das Verfahren eingebunden werden sollen, müssen Abstimmungsregeln für Gläubigerentscheidungen vereinbart werden, die zum einen möglichst viele Gläubiger in die Umstrukturierung einbinden und zum anderen aber eine schnelle Einigung der Gläubiger ermöglichen. Ein

<sup>4</sup> Einen guten Überblick über Vor- und Nachteile von Kollektivklauseln bietet Häselser (2009).

<sup>5</sup> Für einen Überblick über die wichtigsten bisher gemachten Vorschläge zu Insolvenzverfahren für Staaten vgl. Berensmann und Herzberg (2009). Hier werden die wichtigsten Merkmale eines derartigen Verfahrens nur kurz dargestellt.

Vorschlag ist, eine qualifizierte Mehrheit von 75% des ausstehenden Volumens aller verifizierter Forderungen zu wählen.

- *Einbeziehung von Forderungen:* Dem Grundsatz der Gläubigergleichbehandlung folgend sollten alle Arten von öffentlichen Schulden einbezogen werden, d.h. Anleihschulden sowie Schulden gegenüber öffentlichen multilateralen und bilateralen Gläubigern. Alle relevanten Forderungen sollten sich einer Registrierung und Verifizierung beispielsweise bei der Europäischen Kommission unterziehen.
- *Zahlungseinstellung und Klageaussetzung:* Zur Verhinderung eines Rush to the Exit sollte eine automatische Zahlungseinstellung mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens in Kraft treten, die aber auf einen Zeitraum begrenzt wird. Gleichermaßen sollte eine Klageaussetzung, einen Rush to the Courthouse verhindern.
- *Sanktionsmechanismen:* Gegen eine ungerechtfertigte Eröffnung des Verfahrens durch den Schuldner (Moral-Hazard-Verhalten) sollten Sanktionsmechanismen eingeführt werden, wie z.B. die Übernahme von den Kosten des Verfahrens durch den Schuldner. Außerdem könnte ein beschlossener Umschuldungsplan für nichtig erklärt werden, ohne dem Schuldner eine wiederholte Einleitung eines Insolvenzverfahrens zu ermöglichen.
- *Einstellung und Eröffnung des Insolvenzverfahrens:* Es müsste bestimmt werden, nach welchen Kriterien Schuldner und/oder Gläubiger das Verfahren eröffnen und einstellen können.
- *Informationsbereitstellung:* Während des Insolvenzverfahrens müssten Informationen über die wirtschaftliche Situation und die Verschuldung des betroffenen Schuldnerlandes bereitgestellt werden, wie zum Beispiel über ein ständiges Sekretariat bei der Europäischen Kommission.
- *Kosten:* Es müsste festgelegt werden, wer die Kosten des Verfahrens tragen soll.

### Bewertung der Reformen in der europäischen Debt-Governance-Architektur

Die bisherigen Vorschläge und umgesetzten Maßnahmen für Instrumente zur Verhinderung und Bewältigung von Krisen der Europäischen Kommission und der van-Rompuy-Kommission sind insgesamt positiv zu bewerten, weil ein Gesamtkonzept mit komplementären Instrumenten zur Verhinderung und Bewältigung von Verschuldungskrisen erstellt wurde. Eine derartige Unterscheidung von Maßnahmen zur Verhinderung und Bewältigung von Krisen ist notwendig, damit diese Instrumente zu unterschiedlichen Zeitpunkten angewandt werden müssen. Ein Insolvenzverfahren sollte beispielsweise nur eingeleitet werden, wenn ein Insolvenz- und nicht ein Liquiditätsproblem vorliegt, d.h. es solle nur in Ausnahmefällen eröffnet werden, wenn ein Staat zahlungs-

unfähig geworden ist. Zudem sollte ein Insolvenzverfahren an wirtschaftspolitische Reformen geknüpft werden.

Im Rahmen der europäischen Debt-Governance-Architektur stellt ein internationales Insolvenzverfahren für Staaten ein wichtiges Element zur Lösung von Kollektivproblemen dar, weil dies das einzige Instrument ist, das alle Arten von Schulden einbezieht. Im Vergleich dazu werden bei Kollektivklauseln nur Anleihen berücksichtigt. Sollte es gelingen, ein Insolvenzverfahren in der EWU erfolgreich umzusetzen, könnte dies als Modellbeispiel für andere Staaten und Regionen dienen und so ein bedeutender Baustein für die internationale Finanzarchitektur darstellen.

### Literatur

- Berensmann, K. (2003), »Involving Private Creditors in the Prevention and Resolution of International Debt Crises.« *DIE Studies* (8), Bonn.
- Berensmann, K. und A. Herzberg (2009), »International Sovereign Insolvency Procedure: A Comparative Look at Selected Proposals.« *Journal of Economic Surveys* 23(5), 856–881.
- European Council (2010), »European Stability Mechanism (ESM) – Q&A«, online unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/636&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>, aufgerufen am 5. Dezember 2010.
- Europäische Minister (2010), »Statement by the Eurogroup«, 28. November, online unter: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf), aufgerufen am 5. Dezember 2010.
- Gianviti, F., A.O. Krueger, J. Pisani-Ferry und J. von Hagen (2010), »A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution. A proposal.« 9. November, Bruegel, online unter: [http://www.bruegel.org/pdf-downlo-ad/?pdf=fileadmin/files/admin/publications/blueprints/101109\\_BP\\_Debt\\_resolution\\_BP\\_clean\\_01.pdf](http://www.bruegel.org/pdf-downlo-ad/?pdf=fileadmin/files/admin/publications/blueprints/101109_BP_Debt_resolution_BP_clean_01.pdf), aufgerufen am 5. Dezember 2010.
- Häsel, S. (2009), »Collective Action Clauses in International Sovereign Bonds – Whence the Opposition?« *Journal of Economic Surveys* 23(5), 882–923.
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2002), »Sovereign Debt Restructurings and the Domestic Economy Experience in Four Recent Cases. Paper Prepared by the Policy Development and Review Departments in Consultation with the Other Departments.« *International Monetary Fund*, 21. Februar, online unter: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/022102.pdf>, aufgerufen am 10. Dezember 2010.
- Ritter, R. (2009), »Transnational Governance in Global Finance, The Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets«, European Central Bank Occasional Paper Series No. 103/, April 2009, Frankfurt am Main, online unter: <http://www.ecb.de/pub/pdf/scpops/ecbocp103.pdf>, aufgerufen am 10. Dezember 2010.
- Roubini, N. (2002), »Do We Need a New Bankruptcy Regime?«, *Brookings Papers on Economic Activity* (1), 321–333.
- Sinn, H.-W. und K. Carstensen (2010), *Ein Krisenmechanismus für die Eurozone*, ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 23. November, München.
- Task Force to the European Council (2010), Strengthening Economic Governance in the EU, Report of the Task Force to the European Council, Brussels, 21 October, online unter: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/117236.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/117236.pdf), aufgerufen am 5. Dezember 2010.