ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Smeets, Heinz-Dieter; Herzberg, Angélique

Article

Staatliche Insolvenz in einer Währungsunion

Aussenwirtschaft

Provided in Cooperation with:
University of St.Gallen, School of Economics and Political Science, Swiss Institute for International Economics and Applied Economics Research

Suggested Citation: Smeets, Heinz-Dieter; Herzberg, Angélique (2010) : Staatliche Insolvenz in einer Währungsunion, Aussenwirtschaft, ISSN 0004-8216, Universität St.Gallen, Schweizerisches Institut für Aussenwirtschaft und Angewandte Wirtschaftsforschung (SIAW-HSG), St.Gallen, Vol. 65, Iss. 4, pp. 379-399

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/231209

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Aussenwirtschaft, 65. Jahrgang (2010), Heft IV, Zürich: Rüegger, S. 379–399

Staatliche Insolvenz in einer Währungsunion

Heinz-Dieter Smeets und Angélique Herzberg
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Der vorliegende Beitrag befasst sich – beispielhaft am Fall Griechenland – mit einem «geordneten» Insolvenzverfahren für Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion. Zentrale Aufgabe eines Insolvenzverfahrens ist es, über die Umstrukturierung der Staatsschulden des betroffenen Landes zu entscheiden. Vor dem Hintergrund der staatlichen Budgetrestriktion kann der Insolvenztatbestand anhand derjenigen Primärüberschussquote abgegrenzt werden, die notwendig ist, um den Schuldendienst aus eigener Kraft zu leisten. Übersteigt die notwendige Primärüberschussquote über einen bestimmten Zeitraum die zumutbare Primärüberschussquote, kann der Staat als insolvent gelten. Das Insolvenzverfahren kann durch den betroffenen Schuldnerstaat sowie die übrigen Mitgliedsländer beantragt werden. Zur Feststellung der Insolvenz sowie Durchführung des Verfahrens wird ein Insolvenzausschuss gebildet, dem die unmittelbar Betroffenen (der verschuldete Staat und seine Gläubiger), die übrigen Mitgliedsländer der EWU sowie eine neutrale Partei angehören. Den Vorsitz im Insolvenzausschuss übernimmt die EU, welche auch Überbrückungskredite bereitstellt. Im Falle Griechenlands könnten sich die potenziellen Mitglieder des Insolvenzausschusses bereits vor der Schaffung eines rechtlich verankerten Insolvenzverfahrens im Sinne eines freiwilligen Verhaltenskodex auf Eckpunkte der Umstrukturierung einigen.

JEL Codes: F34, F33, E62
Keywords: Sovereign debt, Sovereign insolvency procedure, Monetary union

Immer neue und höhere Zahlen bezüglich der staatlichen Verschuldung Griechenlands haben in den zurückliegenden Monaten wachsende Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des griechischen Staates aufkommen lassen. Um einer Illiquidität aufgrund mangelnder privater Finanzierungsbereitschaft bzw. einer Verschuldungsexplosion aufgrund immer höherer Risikoprämien zu entgehen, hat die griechische Regierung am 23. April 2010 die übrigen Mitgliedsländer der Währungsunion sowie den Internationalen Währungsfonds (IWF) offiziell um Hilfe gebeten, die von beiden in Form von Krediten bis zu einer Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro über einen Zeitraum von drei Jahren bereitgestellt wurde. Damit jedoch nicht genug. Bereits am 9. Mai einigten sich die Euro-Mitgliedsländer und der IWF auf einen weiteren, 750 Mrd. Euro umfassenden Rettungsfonds für alle überschuldeten Mitgliedsländer der Eurozone. Unklar bleibt aber, ob mit diesen Maßnahmen die Probleme nachhaltig gelöst werden können.

Im nationalen[1] wie im internationalen Rahmen[2] wird daher auch über eine Umschuldung bzw. einen (Teil-)Schuldenerlass Griechenlands nachgedacht. Gegen diese Lösung wird jedoch immer wieder eingewandt, dass sie nur mit Hilfe eines «geordneten» Insolvenzverfahrens für Staaten durchführbar sei. Im Gegensatz zu den bisherigen ad hoc-Vereinbarungen könnte ein solches Verfahren den Vorteil besitzen, dass alle Beteiligten einen angemessenen Anteil an den entstehenden Lasten übernehmen und damit die Akzeptanz steigt. Darüber hinaus kommen solche Vereinbarungen häufig erst verzögert zustande und laufen ungeordnet ab, so dass erhebliche Kosten für Gläubiger und Schuldner entstehen können (Berensmann und Herzberg 2009, S. 856). Wie ein «geordnetes» Insolvenzverfahren für Staaten aussehen könnte, zeigen die weiteren Ausführungen beispielhaft am Fall Griechenland.

1 Wann ist ein Staat insolvent oder illiquide?

Den Ausgangspunkt einer Insolvenzordnung für Staaten muss die Frage bilden, unter welchen Umständen der Tatbestand des Staatsbankrotts erfüllt ist. Dabei ist zwischen Insolvenz und Illiquidität zu unterscheiden. Insolvenz eines Staates – der sich etwa im Rahmen einer Währungsunion in heimischer Währung verschuldet hat – liegt dann vor, wenn das Nettovermögen des Staates (NVG), das sich aus dem Vermögensbestand des Staates (VG) und dem mit Zins r diskontierten Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse (T – G) abzüglich des Schuldenstandes (B) ergibt, negativ ist. Gleichung (1) fasst diesen Tatbestand zusammen.

$$NVG_0 = VG_0 + \sum_{t=0}^{n} \left[(T_t - G_t) / (1 + r)^t \right] - B_0 \qquad (1)$$

T = Staatseinnahmen
G = Staatsausgaben

Insbesondere der Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse ist jedoch höchst spekulativ. Zum einen ist die Budgetentwicklung selbst schwer vorherzusagen und zum anderen bleibt offen, welchen zukünftigen Zeitraum (n) man berücksichtigen sollte. Aber auch der Vermögensbestand des Staates ist nicht einfach abzugrenzen und zu bewerten. Dies wird dann – weitge-

1 Vgl. etwa Smeets (2010).
2 Vgl. etwa Buiter in Emsden (2010).

hend objektiv – möglich sein, wenn es sich etwa um staatliche Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen handelt. Neben der Bewertung selbst stellt sich aber auch die Frage, ob das gesamte Staatsvermögen zu berücksichtigen ist, oder ob es ein «Schonvermögen» gibt, das nicht in die Ermittlung des Nettovermögens eingeht. Zu denken wäre hier etwa an die in letzter Zeit häufig angesprochenen griechischen Inseln. Aus diesen Gründen werden schwerlich eindeutig überprüfbare Aussagen über die Solvenz bzw. Insolvenz eines Staates zu treffen sein.

Im Gegensatz dazu ist bei Illiquidität das Nettovermögen positiv. In diesem Falle tritt jedoch ein Liquiditätsengpass auf, etwa dadurch, dass die Verbindlichkeiten schneller fällig werden als die Forderungen. Lässt sich dieser Liquiditätsengpass nicht durch (weitere) Kredite überbrücken, ist der Staat illiquide. Dieser Liquiditätsbedarf entspricht der Bruttoneuverschuldung ($\hat{B}^{Brutto}$), die in der staatlichen Budgetrestriktion (2) näher erläutert wird. Sie enthält im Gegensatz zu der üblichen Formulierung (etwa DE GRAUWE 2005, S. 222–226) die Tilgungsbeträge (Til) als expliziten Einflussfaktor. Damit wird deutlich, dass Tilgungszahlungen nicht zufällig erfolgen, sondern von der Höhe und vom Zeitpunkt her fest vorgegeben sind[3]. Gleichung (2) geht ferner davon aus, dass es dem betreffenden Staat nicht möglich ist, seinen Finanzierungsbedarf über unmittelbare Kreditaufnahme bei der Zentralbank zu finanzieren.

$$\underbrace{(G^P - T)}_{\text{Primärdefizit}} + \underbrace{z \cdot B}_{\text{Zinsen}} + \underbrace{Til}_{\text{Tilgung}} = \hat{B}^{Brutto} \qquad (2)$$

G^P = Primärausgaben (ohne Zinsen)
z = durchschnittlicher Zinssatz B = Gesamtverschuldung

Im griechischen Fall setzt sich der (voraussichtliche) Finanzierungsbedarf für 2010 aus einem Primärdefizit in Höhe von etwa 10 Mrd. Euro, Zinszahlungen von etwa 15 Mrd. Euro und Tilgungszahlungen von rund 30 Mrd. Euro zusammen (MoF 2010a). Da sich der Gesamtbetrag von etwa 55 Mrd. Euro nicht durch neue Kredite bzw. nicht zu – aus griechischer Sicht – angemessenen Zinskosten am Markt (privat) finanzieren ließ, ist der griechische Staat illiquide, kann also seinen Finanzierungsbedarf nicht mehr aus eigener Kraft decken.

3 Die hier betrachtete Brutto-Neuverschuldung abzüglich der Tilgungszahlungen entspricht der Netto-Neuverschuldung, die üblicherweise in der staatlichen Budgetrestriktion berücksichtigt wird.

Ist ein Staat illiquide, muss dies nicht zwangsweise zum Bankrott führen, wenn das Nettovermögen von Dritten richtig eingeschätzt wird. Neue Kredite oder eine Umschuldung können die (temporäre) Illiquidität überwinden. Eine Umschuldung bedeutet dabei, dass kurz- und mittelfristige Schulden in langfristige Schulden umgewandelt werden – also der Fälligkeitszeitraum für die Rückzahlung aufgeschoben und verlängert wird. Liegt jedoch eine Insolvenz vor, so ist ein Schuldenerlass notwendig mit der Folge, dass die ausstehende Staatsschuld endgültig nicht (vollständig) bedient wird und die Gläubiger entsprechende Verluste erleiden. Im angelsächsischen Sprachraum nennt man dies einen «haircut».

Da sich aus den zuvor erläuterten Gründen die Insolvenz eines Staates kaum feststellen lässt, wird man sich in erster Linie an der Illiquidität als Maßstab für einen Staatsbankrott orientieren. Als objektive Illiquidität kann man dabei diejenige Situation definieren, in der ein Staat nicht mehr in der Lage ist, seinen Finanzierungsbedarf an den Finanzmärkten – also durch private Kreditgeber – zu decken. Im Gegensatz dazu könnte man von subjektiver Illiquidität sprechen, wenn es einem Staat zwar noch möglich ist, private Kredite aufzunehmen, er jedoch – aufgrund steigender Risikoprämien – so hohe Zinsen zahlen müsste, dass dadurch die Verschuldung in der Zukunft übermäßig ansteigen würde.[4]

Als ein objektivierbares Entscheidungskriterium für die längerfristige Tragfähigkeit der Verschuldungssituation könnte diejenige Primärüberschussquote (PÜQ) herangezogen werden, die notwendig ist, um den Schuldendienst aus eigener Kraft zu gewährleisten.[5] Die PÜQ ergibt sich aus der staatlichen Budgetrestriktion (2). Unter der Annahme, dass der betreffende Staat keine (weiteren) Kredite aufnimmt bzw. aufnehmen kann, ergibt sich die PÜQ bezogen auf das nominale BIP (Y^{nom}) wie folgt:

$$(T - G^P) = z \cdot B + Til \tag{3}$$

$$PÜQ = \frac{(T - G^P)}{Y^{nom}} \tag{4}$$

4 Im Weiteren wird zur Vereinfachung für alle zuvor erläuterten Fälle der Begriff «Insolvenz» verwandt.

5 Im Rahmen einer Währungsunion, in der die Staatsverschuldung – überwiegend – in heimischer Währung erfolgt, ergeben Tragfähigkeits-Indikatoren, die sich an außenwirtschaftlichen Indikatoren wie dem Handelsbilanzsaldo orientieren, wenig Sinn.

Es bleibt allerdings auch in diesem Fall ein diskretionärer Entscheidungsspielraum. Er hängt davon ab,

- welche Sparanstrengungen man glaubt, dem betroffenen Staat zumuten zu können (wie stark G^P sinkt),
- wie stark sich die Einnahmen erhöhen lassen (T in Form von Steuern und Abgaben ansteigt) und
- wie hoch das künftige Wirtschaftswachstum eingeschätzt wird.

Ist die nach (3) und (4) ermittelte und zur Erbringung des Schuldendienstes notwendige PÜQ über einen Zeitraum von zum Beispiel fünf Jahren größer als die tragfähige PÜQ, so könnte der betroffene Staat als insolvent gelten.

Das Maß der zumutbaren PÜQ kann ferner dazu dienen, eine «faire» Umschuldung oder einen Schuldenerlass zu quantifizieren. In beiden Fällen müssen die Maßnahmen so bemessen werden, dass tragfähige und notwendige PÜQ übereinstimmen. Die notwendige Primärüberschussquote muss also durch Umschuldung oder (teilweisen) Schuldenerlass entsprechend reduziert werden. Eine realistische Einschätzung der zumutbaren PÜQ ist dabei wichtig, denn in dem Augenblick, in dem die Insolvenz festgestellt wird, ist das Land mit Sicherheit von den Finanzmärkten abgeschnitten und wird auf absehbare Zeit keine privaten Kredite erhalten.

2 Flankierende Finanzierung

Der zuvor beschriebene Insolvenztatbestand wird aber zunächst auch immer eine temporäre Finanzierung des unabweisbaren Liquiditätsbedarfs erfordern, weil die vorhandene Primärdefizitquote erst im Laufe mehrerer Jahre in eine entsprechende Primärüberschussquote überführt werden kann. Selbst wenn man den gesamten Schuldendienst in die Zukunft verlagert, bedarf es also einer Übergangsfinanzierung, bis das betroffene Land die zumutbare PÜQ erreicht hat. Diesen Beitrag zur Lösung des Schuldenproblems hätten supranationale «Institutionen» wie der IWF oder im vorliegenden Fall die EU zu tragen.

Insgesamt könnte man sich folgende Lastverteilung vorstellen:

- Supranationale Institutionen stellen Überbrückungskredite zur Verfügung, die im Rahmen eines (Teil-)Schuldenerlasses in vollem Umfang bedient werden müssen.
- Das insolvente Land trägt eine Teillast in Form eines Austeritätsprogramms, das den Auflagen der Überbrückungskredite entspricht und da-

für sorgt, dass die künftig notwendige Finanzierung des (verbleibenden) Schuldendienstes aus eigener Kraft (Primärüberschüsse) gewährleistet ist. Dies wird auch notwendig sein, weil das insolvente Land auf absehbare Zeit keine privaten Kredite erhalten wird.
- Die Gläubiger tragen eine Teillast in Form eines Tilgungsaufschubs oder eines (Teil-)Schuldenerlasses.

Die oben angesprochenen Überbrückungskredite sind aber nicht gleichzusetzen mit einem Europäischen Währungs- oder Kreditausfallfonds, wie er im Rahmen der Europäischen Währungsunion (EWU) diskutiert wird (Gros und Mayer 2010 sowie Smeets 2010). Ein solcher Fonds soll in erster Linie die Gläubiger vor Vermögensverlusten schützen. Er setzt auf das Prinzip «Hoffnung» und geht davon aus, dass die Illiquidität längerfristig mit Hilfe dieser Kredite überwunden wird. Die hier vorgeschlagenen Überbrückungskredite sind hingegen Teil eines Gesamtprogramms, in dessen Rahmen eine Umkehr der Haushaltssituation erzwungen und damit langfristig tragfähig wird.

Ein weiteres Finanzierungsproblem könnte dadurch entstehen, dass dem von der Insolvenz betroffenen Land ein Bank-Run droht, weil Bankkunden die Zahlungsunfähigkeit der nationalen Finanzinstitute befürchten, die typischerweise in erheblichem Umfang heimische Staatsschuldpapiere halten, die dann abgeschrieben werden müssten. Hinzu kommt, dass eine Verstaatlichung aufgrund der fehlenden Mittel beim Staat ausgeschlossen ist. In diesem Fall könnte man eine unmittelbare Hilfe für die nationalen Banken – etwa in Form einer Bad-Bank auf europäischer Ebene, die auch im Zusammenhang mit dem Euro-Rettungspaket geplant war, – vorsehen. Eine Bad-Bank-Lösung ist innerhalb einer Währungsunion möglich, da wertbeständige Staatsschuldtitel anderer Mitgliedsländer im Austausch zu den toxischen Staatsschuldpapieren Griechenlands zur Verfügung stehen. Die Bad-Bank sollte jedoch so ausgestaltet sein, dass die geretteten Banken längerfristig selbst einen Teil ihres Verlustes zu tragen haben. Zu denken wäre hier etwa an die von van Suntum und Ilgmann (2009, S. 237ff.) im Zusammenhang mit der Finanzkrise vorgeschlagene Lösung einer Ausgabe von Zero-Bonds, die erst dann von der Bad-Bank abgelöst werden, wenn die Erträge aus den «toxischen» Papieren und die Zinsen darauf auf den Nominalwert der ausgegebenen Zero-Bonds angestiegen sind. Dies hätte ferner zur Folge, dass auch die betroffenen Banken einen Teil der Anpassungslast zu tragen hätten, die jedoch über einen längeren Zeitraum gestreckt und verteilt wird. Durch diese Hilfsmaßnahmen ließen sich zugleich drohende Ansteckungseffekte auf andere Staaten vermeiden. Im Rahmen

einer Währungsunion sollte hingegen die Zentralbank nicht als «lender of last resort» handeln und die Geschäftsbanken retten, da auf diese Weise negative externe Effekte in Form steigender Inflationsraten in allen Mitgliedsländern zustande kommen können.

Ein Insolvenzverfahren für Staaten findet somit dort seine Grenze, wo die Ausfallrisiken von Banken doch wieder (komplett) vom Staat im weitesten Sinne übernommen werden, weil man eine nationale oder sogar unionsweite Systemkrise (Bank-Run) befürchtet. Dies lässt sich nur dann vermeiden, wenn die Banken entweder aufgrund entsprechender Eigenkapital- und Diversifizierungsvorschriften – etwa im Rahmen von Basel III – in die Lage versetzt werden, entsprechende aktuelle Verluste zu tragen (Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen 2010), oder wenn eine Bad-Bank-Lösung – wie oben vorgeschlagen – die Verluste streckt und in die Zukunft transformiert.

3 Austritt aus der Währungsunion

Tritt das betroffene Land hingegen aus der Währungsunion aus,[6] so ändern sich die zuvor aufgestellten Kriterien und Überlegungen wie folgt: Die Altschulden in Euro werden nun zu Auslandsschulden in Fremdwährung (FB), die letztlich nur durch Überschüsse in der Leistungsbilanz[7] (LB) bzw. durch den Rückgriff auf Währungsreserven (R) zu finanzieren sind. Das Nettoauslandsvermögen (NAV), das über die Insolvenz oder Illiquidität eines Landes entscheidet, ergibt sich dann in Analogie zu (1) als Gleichung (5):

$$NAV = R_0 + \sum_{t=0}^{n} \left[(LB_t) / (1+r)^t \right] - FB_0 \qquad (5)$$

Auch in diesem Fall wird es äußerst schwierig sein, den Wert der zukünftigen Leistungsbilanzüberschüsse abzuschätzen. Leichter fällt hingegen die Bemessung des «Vermögens» in Form der Währungsreserven. Letztlich wird man aber auch hier in erster Linie auf das Kriterium der Illiquidität abstellen müssen, das sich nun – wie Gleichungen (6) und (7) zeigen – als not-

6 Zu juristischen Überlegungen im Zusammenhang mit einem Austritt oder Ausschuss aus der Währungsunion siehe Seidel (2009) sowie Rösl und Schäfer (2011).

7 Hierbei ist zu beachten, dass der Handels- und Dienstleistungsbilanz (HDB-)Überschuss größer sein muss als der Leistungsbilanzüberschuss, da bei einem Netto-Schuldnerland gilt: LB=HDB–z•FB. Der HDB-Saldo bildet auch den Aktionsparameter für die Politik.

wendiger Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschuss (HDBÜ) bzw. dessen Quote im Verhältnis zum nominalen BIP (HDBÜQ) ergibt:

$$HDBÜ = z \cdot FB + TiI = Y - A \tag{6}$$

$$HDBÜQ = \frac{HDBÜ}{Y^{nom}} \tag{7}$$

Gleichung (6) zeigt vor dem Hintergrund der Absorptionstheorie ferner, wie stark die nationale Produktion (Y) steigen und die nationale Absorption (A) – bestehend aus privatem Konsum und Investitionen sowie den Staatsausgaben – sinken muss, um den notwendigen HDBÜ zu garantieren. Dies entspricht der nationalen Aufbringung des Finanzierungsbedarfs in Form des Primärüberschusses in Gleichung (3). Ist mit dem Austritt aus der Währungsunion zugleich eine Abwertung der wieder eingeführten nationalen Währung verbunden, so steigt damit auch der Finanzierungsbedarf in heimischer Währung und die notwendige positive Differenz zwischen Produktion und Absorption. In diesem Fall steht aber auch eine weitere Politikvariable in Form des Wechselkurses zur Verfügung. Ansonsten lassen sich die zuvor angestellten Überlegungen bezüglich Insolvenz und Umschuldung in heimischer Währung analog auf die Auslandsverschuldung übertragen. Für eine notwendige Rettung des nationalen (griechischen) Bankensystems wäre nun jedoch das ausgetretene Land selbst, etwa in Form der Zentralbank als «lender of last resort», zuständig. Darüber hinaus besteht auch nicht die Notwendigkeit, vorhandene Primärdefizite im Staatsbudget (temporär) durch supranationale Institutionen zu finanzieren, da der Staat selbst diese Lücke schließen kann – wenn auch kurzfristig nur über die Zentralbank, die nun nationales Geld bereitstellen kann, da wohl kein Investor neu ausgegebene Staatsschuldtitel zu erwerben bereit sein wird. In diesem Fall würde der Staat sein Budgetdefizit zumindest teilweise über (höhere) Inflation finanzieren.

Ein zentrales Problem im Vorfeld eines Austritts aus der Währungsunion bildet jedoch zweifelsfrei der drohende Bank-Run. Der mit dem Ausschluss oder Austritt des betreffenden Landes verbundene Umtausch von harten Euro in eine (schwache) nationale Währung würde sofort zu einem Abzug aller vorhandenen Euroguthaben führen – und zwar nicht nur in Griechenland, sondern auch in allen anderen Ländern, die sich in ähnlichen Situationen befinden. Dieses Problem ließe sich wohl nur mit Hilfe administrativer Beschränkungen lösen.

4 Verfahrensvorschriften

Neben der Abgrenzung des Insolvenztatbestandes und unmittelbar damit verbundener Finanzierungserfordernisse gilt es im Rahmen einer Insolvenzordnung für Staaten insbesondere, die allgemeinen Verfahrensvorschriften zu regeln[8]. Im Rahmen eines solchen Verfahrens treten typischerweise Interessenkonflikte sowohl innerhalb der als auch zwischen den beteiligten Parteien auf, die durch das Insolvenzverfahren einen fairen Ausgleich erfahren sollen.

Auf Seiten der Gläubiger kann ein gemeinsames Handeln gegenüber dem Schuldnerstaat dadurch erschwert werden, dass die Einzelinteressen der Gläubiger und die Interessen der Gläubigergemeinschaft gegenläufig sind. Dabei unterscheidet man zwischen folgenden Problemen (Berensmann 2003a, S. 7–9 sowie Roubini 2002, S. 322f):

1. Das «holdout»- oder auch «rogue creditor»-Problem. Aus Sicht des einzelnen Gläubigers ist eine Trittbrettfahrer-Strategie rational, bei welcher er sich bewusst nicht an den Umstrukturierungsvereinbarungen beteiligt, nur um seine Forderungen später – nach erfolgreicher Umschuldung durch andere Gläubiger und auf diese Weise wiedererlangter Zahlungsfähigkeit des Schuldnerstaates – in voller Höhe geltend zu machen. Wenn jedoch jeder Gläubiger diese Strategie wählt, kommt keine Umschuldung zustande.

2. Das «rush to the exit»-Problem. Erwartet ein Gläubiger, dass eine Umschuldung des Schuldnerstaates in absehbarer Zeit bevorsteht, wird er seine Forderungen um so schneller (noch vor anderen Gläubigern) verkaufen bzw. Kredite nicht verlängern und auf diese Weise das Eintreten der Insolvenz weiter beschleunigen.

3. Das «rush to the courthouse»– oder «creditor grab race»-Problem. Sobald ein Schuldnerstaat Zins- und Tilgungszahlungen – z.B. im Rahmen eines Moratoriums – einstellt, werden Gläubiger ihre Forderungen unverzüglich vor Gerichten einklagen, in der Hoffnung, anderen Gläubigern zuvorzukommen. Zwar ist die Vollstreckung von Urteilen gegenüber einem Souverän nicht immer möglich, doch bei erfolgter Vollstreckung wird sich die Defizitsituation des Schuldnerstaates weiter verschärfen.

8 Vgl. zu ähnlichen Vorschlägen Blankart und Klaiber (2010).

Diese prinzipiellen Hindernisse für die Abstimmung unter den Gläubigern sind seit den 1990er Jahren noch dadurch verschärft worden, dass eine Umschichtung von Bankkrediten hin zu Staatsanleihen im Streubesitz stattgefunden hat und so eine sehr heterogene Gemeinschaft von Gläubigern entstanden ist (BERENSMANN 2003a, S. 1). So bestehen beispielsweise die griechischen Staatsschulden im Jahr 2010 zu schätzungsweise 87 Prozent aus Anleihen (MoF 2010b, S. 2).

Auf der Seite des Schuldnerstaates kann hingegen ein «rush to default»-Problem auftreten: Wenn der Schuldnerstaat mit einer zu großzügigen Umschuldung rechnen kann, wird er diese, und insbesondere den damit häufig verbundenen Schuldenerlass, auch dann anstreben, wenn er fähig wäre, seine Schulden zu bedienen (ROUBINI 2002, S. 323). Auf der anderen Seite darf eine Umschuldung auch nicht mit zu hohen Kosten für den betreffenden Staat verbunden sein, damit nicht neben die (vorübergehende) Zahlungsunfähigkeit auch noch Zahlungsunwilligkeit tritt. «Je größer die Last des Schuldendienstes, desto geringer ist für ein Land der Anreiz, Opfer zu bringen, um seine Situation zu verbessern, denn ein großer Teil des erwirtschafteten Einkommens wird von den Gläubigern konfisziert» (LESSARD 1989, S. 302, Übersetzung durch die Verfasser). Außerdem muss berücksichtigt werden, dass eine Umschuldung zu einem Reputationsverlust für den Schuldnerstaat führt, aufgrund dessen er für eine bestimmte Zeit den Zugang zu den Kapitalmärkten verlieren wird. Das «rush to default»-Problem wird daher *ceteris paribus* umso seltener auftreten, je höher der erwartete Reputationsverlust des betreffenden Staates ist und je höher die erwarteten Kosten sind, die mit einer Umschuldung verbunden sind.

Gegenwärtig existieren drei Vorschläge zur Organisation und Durchführung von staatlichen Umschuldungen. Sie können erfolgen in Form[9]:

1. eines freiwilligen Verhaltenskodex für Schuldner und Gläubiger («code of good conduct»)[10],
2. der Einführung von Kollektivklauseln in Staatsanleihenverträge («collective action clauses») und
3. eines formalen Insolvenzverfahrens.

Die dritte Variante ist dabei die weitreichendste und besitzt insbesondere den Vorteil, dass alle Forderungsarten, also nicht nur Staatsanleihen, ein-

9 Zum Vergleich dieser drei Ansätze siehe zum Beispiel EICHENGREEN (2003), BERENSMANN (2003a), ROUBINI und SETSER (2003).

10 Siehe hierzu etwa den von JEAN-CLAUDE TRICHET vorgeschlagenen Verhaltenskodex (COUILLAULT und WEBER 2003).

bezogen werden können und dass die gesamte Umstrukturierung der Staatsschulden geordnet abläuft. Im Weiteren wird daher nur auf diese Organisationsform eingegangen.

Die meisten Vorschläge für ein Insolvenzverfahren für Staaten nehmen das US-amerikanische Insolvenzrecht zum Vorbild, da es darauf ausgerichtet ist, dem Schuldner einen Neuanfang («fresh start») ohne vorherige Liquidation sämtlicher Vermögenswerte zu ermöglichen.[11] Dahinter steckt die Vorstellung, dass eine (Teil-)Liquidation der staatlichen Vermögenswerte [siehe auch Gleichung (1)] als ein zu drastischer Eingriff in die Souveränität eines Schuldnerstaates angesehen wird und daher nicht in Frage kommt. Am ehesten ist in diesem Zusammenhang das für souveräne, öffentlich-rechtliche Gebietskörperschaften («municipalities») konzipierte Chapter 9 des United States Bankruptcy Code geeignet (Raffer 2001); auch kann das Chapter 11 herangezogen werden, welches für die Fortführung insolventer Unternehmen angewandt wird.

Der wohl bekannteste Vorschlag für ein Insolvenzverfahren für Staaten[12] stammt von der stellvertretenden Geschäftsführenden Direktorin des Internationalen Währungsfonds Anne Krueger (Krueger 2001; IWF 2002, 2003a und 2003c). Der von ihr erstmals Ende 2001 vorgeschlagene «Sovereign Debt Restructuring Mechanism» hat jedoch auf der Frühjahrstagung des IWF und der Weltbank im April 2003 mit «nur» 70 Prozent aller Stimmen nicht die notwendige Mehrheit von 85 Prozent für eine international verbindliche Anwendung erreicht (Boorman 2003, S. 11). Es wurde daher beschlossen, in kurz- und mittelfristiger Sicht den Schwerpunkt der weiteren Diskussionen zunächst auf die Umsetzung der Kollektivklauseln und eines freiwilligen Verhaltenskodex zu legen (IWF 2003b). Auch wenn also im Moment kein politischer Konsens für ein weltweit gültiges Insolvenzverfahren für Staaten existiert, sollen im Folgenden die verfahrensmäßigen Grundbausteine einer solchen Ordnung erörtert werden, die dann in der EWU – also zunächst im «kleineren Rahmen» – umgesetzt werden könnte.

11 Ein Überblick über privatrechtliche Insolvenzverfahren in unterschiedlichen Ländern findet sich in Bolton (2002) sowie Paulus (2002).

12 Einen Vergleich existierender Vorschläge für staatliche Insolvenzverfahren bieten zum Beispiel Bernhard und Kellermann (2008) sowie Berensmann und Herzberg (2009). Vgl. des Weiteren zur ideengeschichtlichen Entwicklung der Insolvenzverfahren im Zeitraum 1976–2001 Rogoff und Zettelmeyer (2002).

4.1 Wer soll am Verfahren teilnehmen?

Im US-amerikanischen Insolvenzrecht finden die Umschuldungsverhandlungen weitgehend in Eigenregie zwischen den Gläubigern und dem Schuldner statt, während eine (neutrale) dritte Partei im Wesentlichen eine Überwachungs- und Schiedsfunktion ausübt (SCHWARCZ 2000, S. 1018–1023). Dabei sollten grundsätzlich möglichst viele Gläubiger einbezogen werden. Im Unterschied zu privatrechtlichen Insolvenzverfahren kann dies im internationalen Kontext jedoch nicht durch gesetzlichen Zwang geschehen, da eine entsprechende anordnungsbefugte Institution fehlt (PAULUS 2002, S. 21).

Neben den unmittelbar betroffenen Parteien (Schuldnerstaat, Gläubiger) sollten in einer Währungsunion jedoch auf jeden Fall auch Vertreter der übrigen Mitgliedsländer an dem Verfahren teilnehmen, da die getroffenen Entscheidungen auch auf sie zurückwirken. Im Falle der EWU könnten dies die entsprechenden Gremien der EU (z. B. ECOFIN-Rat) sein. Sie könnten ferner das Verfahren organisieren und durchführen. Die EZB als politikunabhängige Institution sollte jedoch nicht unmittelbar an diesem Verfahren teilnehmen. Gemäß dem Prinzip der Rechtsstaatlichkeit und zur Klärung strittiger Fragen sollte ferner auch hier eine neutrale Partei an dem Verfahren beteiligt werden. Dies könnte – wie auch bisher im Fall Griechenland – der IWF sein. Die Neutralität wäre insbesondere dann gewährleistet, wenn der IWF weder im Vorfeld noch im Rahmen des Verfahrens selbst Kredite an das Schuldnerland vergeben würde. Alle Beteiligten am Insolvenzverfahren bilden den Insolvenzausschuss (ISA).

Ergänzen ließe sich das oben beschriebene Verfahren noch durch die Berücksichtigung von Experten mit anerkannter Kompetenz. Dazu bedarf es aber keiner neuen Institutionen, denn sowohl in der EU-Kommission als auch im IWF stehen entsprechende Fachleute zur Verfügung. Insbesondere der IWF verfügt über umfangreiche Datenbanken und führt regelmäßig Schuldentragfähigkeitsprüfungen – z.B. im Rahmen des Debt Sustainability Framework[13] – durch. Sie könnten unterstützt werden durch Mitglieder des Statistischen Amtes der EU (Eurostat) und der EZB, die aber lediglich als Experten und nicht als Interessenvertreter am Verfahren teilnehmen würden.

13 Das Debt Sustainability Framework dient zwar der Prüfung der Schuldentragfähigkeit von Mittel- und Niedrig-Einkommensländern, könnte jedoch auch Anhaltspunkte für die Schuldentragfähigkeitsbewertung von Hocheinkommensländern bieten.

4.2 Antragsstellung und Entscheidung über die Umstrukturierung

Zunächst ist zu klären, wer die Insolvenz im Sinne des Abschnitts 1 feststellt und welche Partei das Verfahren anstrengen kann. Grundsätzlich verfügt der betroffene Staat über einen Informationsvorsprung hinsichtlich seines Liquiditätsbedarfs. Aus diesem Grunde könnten die Feststellung der Insolvenz sowie die Verfahrenseröffnung durch das Schuldnerland selbst erfolgen – damit bliebe auch die Souveränität des Schuldnerstaates am ehesten gewahrt. Um das «rush to default»-Problem auszuschließen, sollte der Antrag des betroffenen Staates innerhalb einer vorher festgelegten Frist durch den ISA überprüft werden. Liegt keine Insolvenz vor, muss der Schuldnerstaat als «Strafe» die angefallenen Kosten tragen.

Die Reputationsverluste, die mit der Einleitung eines Insolvenzverfahrens verbunden sind, können aber auch dazu führen, dass der betroffene Staat das Insolvenzverfahren zu lange hinauszögert – es also verschleppt. Eine «oktroyierte» Verfahrenseröffnung – im vorliegenden Fall durch die EU oder die Gläubiger[14] – wird zwar häufig als mit der Souveränität des Schuldnerstaates unvereinbar und politisch nicht durchsetzbar angesehen. Im Rahmen einer Währungsunion sollte jedoch eine solche Möglichkeit zumindest für die übrigen Mitgliedstaaten vorgesehen werden, weil deren Interessen von einer Insolvenzverschleppung negativ beeinflusst werden.

Den Mittelpunkt des Insolvenzverfahrens bildet jedoch die Entscheidung darüber, welche Umstrukturierung der Staatsschulden (Umschuldung oder Erlass) vor dem Hintergrund der Abschnitte 1 und 3 langfristig tragfähig erscheint und welche Überbrückungskredite dafür erforderlich sind (siehe Abschnitt 2). Bei Nichteinhaltung der festgelegten Vereinbarungen durch den Schuldner kann der Umstrukturierungsplan durch den ISA – ohne Mitwirkung des betroffenen Landes – für nichtig erklärt werden. Dies hätte zur Konsequenz, dass die ursprüngliche Verschuldungssituation wiederhergestellt wird. Gleichzeitig könnte dem Schuldner eine erneute Verfahrenseröffnung – innerhalb einer zu definierenden Frist – verwehrt werden (PAULUS 2002, S. 25).

14 Zum Vorschlag, das Recht zur Verfahrenseröffnung den Gläubigern einzuräumen, vgl. BOLTON und SKEEL (2004), S. 786.

4.3 Gläubigerbehandlung

Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens gegenüber Staaten muss ferner festgelegt werden, wie die unterschiedlichen Gläubigergruppen – öffentliche und private, inländische sowie ausländische Gläubiger – im Rahmen von Abstimmungen und bei der Auszahlung behandelt werden. Während Kredite internationaler Finanzinstitutionen (IWF, EU) in der Regel vorrangig bedient werden, wissen Gläubiger mit ungesicherten Forderungen gegenüber Staaten häufig nicht, in welcher Reihenfolge ihre Forderungen ausgezahlt werden (etwa ob inländische oder ausländische Forderungen zuerst zum Zuge kommen). Wenn die Gläubigerbehandlung erst nach Verfahrenseinleitung festgelegt werden muss, verstreicht wertvolle Zeit auf dem Weg zur Umschuldung. Ein detailliertes und für alle Staaten einheitliches Regelungswerk, das die Unterschiede zwischen den Staaten nicht berücksichtigt, kann im Einzelfall jedoch mehr schaden als nutzen (Gelpern 2004). Daher sollten im Rahmen eines Insolvenzverfahrens «lediglich» allgemeine Grundsätze zur Behandlung von Gläubigern festgelegt werden; individuelle Details könnten die Staaten (z.B. im Rahmen von Staatsanleihen- oder Kreditverträgen) mit Gläubigern vereinbaren. Zwecks Gleichbehandlung der Gläubiger kann zum Beispiel im Rahmen der allgemeinen Grundsätze eines staatlichen Insolvenzrechts festgelegt werden, dass ältere ungesicherte Forderungen Vorrang vor neueren erhalten (Bolton und Skeel 2004, S. 799). Diese Regelung hätte insbesondere den Vorteil, dass sie die Gefahr einer übermäßigen Schuldenaufnahme von Staaten mindern würde: Bei einer derartigen Rechtslage würden Gläubiger, die einem stark verschuldeten Staat weitere Mittel bereitstellen, ein höheres Risiko eingehen als Altgläubiger. Zudem würde durch die höheren Risikoprämien, welche an neue Gläubiger eines stark verschuldeten Staates zu zahlen sind, eine sich abzeichnende Insolvenz früher erkannt werden.

Das «holdout»-Problem kann grundsätzlich durch die Einführung qualifizierter Mehrheitsentscheidungen, welche für alle Gläubiger bindend sind, behoben werden (Roubini 2002, S. 323). Um den Abstimmungsprozess zu vereinfachen und eine symmetrische Gläubigerbehandlung zu erleichtern, können – dem US-amerikanischen Insolvenzrecht folgend – gleichrangige (oder zumindest ähnliche) Forderungen in Klassen zusammengefasst werden. So können beispielsweise Forderungen supranationaler Institutionen und bilateraler öffentlicher Gläubiger jeweils eine eigene Klasse bilden; ungesicherte Forderungen privater Gläubiger können zuerst nach der Art (Kredite, Anleihen) und dann nach dem Ausgabedatum eingeteilt werden.

Wird eine Forderungsklassifikation vorgenommen, so sollte für Abstimmungen innerhalb der Klassen eine qualifizierte Mehrheit – bezogen auf das Forderungsvolumen und die Forderungsanzahl – gelten (z.B. SCHWARCZ 2000, S. 1033; PAULUS 2002, S. 22f). So kann eine Abstimmungsklasse ihre Stimme abgeben, auch wenn ein Teil der Gläubiger an der Abstimmung nicht teilnimmt. Für Abstimmungen zwischen den Forderungsklassen ist jedoch Einstimmigkeit wichtig (BOLTON und SKEEL 2004, S. 795). Andernfalls kann bei Mehrheitsentscheidungen ein Umschuldungsplan beschlossen werden, der bestimmte Gläubigerklassen zu Lasten der Anderen bevorzugt. Das Einstimmigkeitserfordernis zwischen den Forderungsklassen kann – nach dem Muster des US-amerikanischen Insolvenzrechts – durch die sog. «cramdown»-Regel relativiert werden: Auch wenn eine oder mehrere Forderungsklassen gegen den Umschuldungsplan stimmen, gibt die «cramdown»-Regel dem ISA die Möglichkeit, den Umschuldungsplan zu genehmigen, falls er ihn für «fair und gerecht» befindet. Ob die Umschuldung «fair und gerecht» ausfällt, ist allerdings – trotz der in den Abschnitten 1 und 3 aufgestellten Kriterien – nicht immer objektiv feststellbar. Genau hierin aber liegt ein Anreiz für die Gläubiger, sich vorher zu einigen, um das «cramdown» zu vermeiden (SCHWARCZ 2000, S. 1006–1009).

4.4 Zahlungseinstellung und Klagenaussetzung

Ein «rush to the exit»-Problem kann verhindert werden, indem Zins- und Tilgungszahlungen, etwa im Rahmen eines Zahlungsmoratoriums, eingestellt werden. Ein Moratorium schließt jedoch nicht aus, dass der betreffende Staat weiterhin (nach politischen oder sonstigen Gesichtspunkten) Zahlungen an ausgewählte Gläubiger leistet und damit das Prinzip der Gleichbehandlung verletzt (BERENSMANN 2003b, S. 24). Eine durch den ISA (bei Gefahr eines «rush to the exit») verordnete Zahlungseinstellung würde hingegen eine symmetrische Gläubigerbehandlung sicherstellen.

Die Einstellung von Zins- und Tilgungszahlungen lindert zwar das «rush to the exit»-Problem, kann jedoch einen «rush to the courthouse» auslösen. Laufende Gerichtsverfahren könnten die Umschuldung verzögern; die Vollstreckung der Urteile könnte einzelnen Gläubigern (soweit überhaupt möglich) Zugriff auf die Vermögenswerte des betreffenden Staates zu Lasten anderer Gläubiger gewähren. Um dem Schuldner Schutz vor Klagen während der Umschuldung zu bieten, kann ein zeitlich begrenzter «stay», d.h. eine Einstellung sämtlicher Zwangsvollstreckungsansprüche und anderer gerichtlicher Schritte gegen den Schuldner, verordnet werden. Ein «stay»

würde Gläubigern außerdem Anreize zur zügigen Einigung geben, weil sie erst nach dem Abschluss des Verfahrens ausgezahlt werden können.

Ein «stay» könnte automatisch mit der Verfahrenseröffnung in Kraft treten (wie im US-amerikanischen Insolvenzrecht) oder an die Zustimmung der Gläubiger oder des ISA gebunden sein. Im ersteren Fall ist der Regulierungsaufwand jedoch geringer, vorausgesetzt, dass die Dauer eines «stay» im Vorhinein festgelegt ist (z.B. maximal 6 Monate) und dieser automatisch mit der Beendigung des Verfahrens erlischt.

4.5 Übergangsfinanzierung in einer Währungsunion

Während der Umstrukturierung der Staatsschulden muss zudem der notwendige Finanzierungsbedarf des Staates gemäß Abschnitt 2 gedeckt werden. Im internationalen Bereich werden die in dieser Phase benötigten Mittel typischerweise durch den IWF bereitgestellt; im Falle der hier betrachteten Europäischen Währungsunion könnte dies durch die EU erfolgen.[15]

Es bliebe anschließend zu überlegen, ob und wie in dieser Umschuldungsphase auch private Investoren Mittel bereitstellen können. Um privaten Gläubigern Anreize zur Kreditvergabe zu schaffen, können neue Kredite von der Umschuldung ausgenommen (z.B. IWF 2003a, S. 13f) oder von einem automatischen «stay» befreit werden. Da diese Anreize auf der anderen Seite eine übermäßige Kreditvergabe begünstigen können, kann eine Überwachung der Kreditvergabe durch den ISA Abhilfe schaffen. Zum Beispiel könnten Kredite von geringem Umfang sofort vom ISA genehmigt werden, während etwa Großkredite eine eingehende Überprüfung benötigen würden. Alternativ könnte die Gewährung neuer Kredite an die Zustimmung einer qualifizierten Gläubigermehrheit gebunden sein (IWF 2003a, S. 26, Bolton und Skeel 2004, S. 808). Dies setzt allerdings eine gute Koordination innerhalb der Gläubigergemeinschaft voraus, andernfalls würde eine zeitaufwendige Einigung der Gläubiger das Verfahren verzögern (Bolton und Skeel 2004, S. 805).

Letztlich erscheint angesichts des Regulierungsaufwands, der mit Überbrückungskrediten durch private Investoren verbunden ist, die Bereitstellung der Mittel durch die EU die einfachste Option. Es soll an dieser Stelle aber

15 Siehe zu einem europäischen Fonds, allerdings mit anderer Intention Beck und Wentzel (2010), S. 7 sowie Gros und Meier (2010).

nochmals darauf hingewiesen werden, dass es sich bei diesen Mitteln um rückzahlbare Überbrückungskredite handelt und *nicht* um Mittel, die – im Sinne eines Einlagensicherungsfonds – zur Schuldentilgung bei den Gläubigern dienen.

5 Ausblick

Vor dem Hintergrund der zuvor angestellten Überlegungen könnten die Eckpunkte eines Insolvenzverfahrens für Mitgliedsländer der EWU wie folgt aussehen:

1. Zur Feststellung und Durchführung des Insolvenzverfahrens wird ein Insolvenzausschuss (ISA) gebildet, dem die unmittelbar Betroffenen (Schuldnerstaat und Gläubiger), die übrigen Mitgliedsländer der EWU sowie eine neutrale Partei – wie zum Beispiel der IWF – angehören. Das Verfahren wird von der EU – etwa in Form der Kommission – organisiert und durchgeführt. Sie übernimmt zugleich auch den Vorsitz im ISA. Es können weitere Experten zu Rate gezogen werden.

2. Das Insolvenzverfahren kann durch den betroffenen Schuldnerstaat sowie die übrigen Mitgliedsländer der EWU beantragt werden. Es obliegt dem ISA, die Insolvenz festzustellen. Zentrale Aufgabe des Insolvenzverfahrens ist es, über die Umstrukturierung der Staatsschulden des betroffenen Landes gemäß den in Abschnitt 1 aufgestellten Kriterien zu entscheiden.

3. Beschlüsse bezüglich der Umstrukturierung der Staatsschuld unterliegen einer «collective majority»-Klausel, damit getroffene Vereinbarungen für alle Gläubiger verbindlich sind.[16]

4. Überbrückungskredite werden von der EU bereitgestellt und im weiteren Insolvenzverfahren vorrangig behandelt, d. h.: sie sind stets 100-prozentig zu bedienen.

Das Insolvenzverfahren sollte ferner eine gesetzliche Verankerung, z.B. im Rahmen des EU-Vertrags oder in einem erweiterten Stabilitäts- und Wachstumspakt, erfahren. Dies garantiert auf der einen Seite die rechtliche Durch-

16 Die Vorteile von Allgemeinverbindlichkeit wiegen an dieser Stelle schwerer als eine möglicherweise damit verbundene Risikoprämie. Vgl. hierzu etwa EICHENGREEN and MODY (2000). Sie zeigen empirisch, dass Kollektivklauseln die Finanzierungskosten von Staaten mit schlechter Bonität erhöhen.

setzbarkeit und auf der anderen Seite rechtliche Sicherheit und Vorhersehbarkeit für die Beteiligten. Ein solches Insolvenzverfahren sollte jedoch immer nur die «ultima ratio» für einen hoch verschuldeten Staat darstellen. Es bleibt daher zu hoffen, dass ein gestärkter Stabilitäts- und Wachstumspakt eine erneute Verschuldungskrise in Zukunft von vornherein unterbindet.

Im Falle Griechenlands könnte man ein Insolvenzverfahren – im Sinne der hier vorgeschlagenen Regelungen – allerdings auch ohne formales, rechtlich bereits verankertes Insolvenzverfahren für Staaten durchführen, wenn sich die potenziellen Mitglieder des ISA auf verfahrensmäßige Eckpunkte einigen würden. Eine Grundlage hierfür könnte der von JEAN-CLAUDE TRICHET bereits 2003 vorgeschlagene freiwillige Verhaltenskodex bilden. Zu seinen wesentlichen Prinzipien gehören der frühzeitige und regelmäßige Dialog zwischen dem Schuldnerstaat und den Gläubigern sowie ein intensiver Informationsaustausch zwischen den beteiligten Parteien. Ferner enthält der Kodex Bestimmungen, die eine faire Gläubigervertretung sowie die Gleichbehandlung unterschiedlicher Gläubiger sicherstellen und so dafür sorgen sollen, dass die Umschuldungsverhandlungen «nach Treu und Glauben» erfolgen, um die Tragfähigkeit der Schuldensituation eines Landes möglichst schnell wiederherzustellen (COUILLAULT und WEBER 2003, S. 157f.). Dieser Kodex könnte kurzfristig durch die hier gemachten Vorschläge ergänzt und konkretisiert werden.

Literaturverzeichnis

Couillault, Bertrand und Pierre-François Weber (2003), Towards a Voluntary Code of Good Conduct for Sovereign Debt Restructuring, *Financial Stability Review* June 2003, Paris: Banque de France.

Beck, Hanno und Dirk Wentzel (2010), Eine Insolvenzordnung für Staaten?, *Wirtschaftsdienst* 90 (2010), pp. 167–171.

Berensmann, Kathrin (2003a), *Internationale Verschuldungskrisen: Neuere Instrumente zur Umstrukturierung von Staatsanleihen,* DIE Analysen und Stellungnahmen Nr. 4/2003, Bonn: Deutsches Institut für Entwicklungspolitik.

Berensmann, Kathrin (2003b), *Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen,* DIE Berichte und Gutachten Nr. 7/2003, Bonn: Deutsches Institut für Entwicklungspolitik.

Berensmann, Kathrin und Angélique Herzberg (2009), Sovereign Insolvency Procedures – A Comparative Look at Selected Proposals, *Journal of Economic Surveys* 23 (5), pp. 856–881.

Bernhard, Regina und Christian Kellermann (2008), Against All Debts? Solutions for Future Sovereign Defaults, *Internationale Politik und Gesellschaft* 1/2008, pp. 116–130.

Blankart, Charles B. und Achim Klaiber (2010), *Die EU-Finanzkrise und Rezepte zu ihrer Überwindung,* Neue Zürcher Zeitung Nr. 198 (vom 27. August 2010), p. 27.

Bolton, Patrick (2002), Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World, *IMF Staff Papers* 50 (Special Issue), pp. 41–71.

Bolton, Patrick und David A. Skeel, Jr. (2004), Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured, *Emory Law Journal* 53, pp. 763–822.

Boorman, Jack (2003), *Dealing Justly with Debt,* Speech at the Carnegie Council on Ethics and International Affairs on April 30, 2003, New York, Internet: http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/043003.htm (Seitenaufruf vom 28. Oktober 2010).

De Grauwe, Paul (2005), *Economics of Monetary Union,* Oxford: Oxford University Press.

Eichengreen, Barry und Ashoka Mody (2000), Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? An Update and Additional Results, *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2363.

Eichengreen, Barry (2003), Restructuring sovereign debt, *Journal of Economic Perspectives* 17 (4), pp. 75–98.

EMSDEN, CHRISTOPHER (2010), *Greek Default Already Decided,* Internet: http://blogs.wsj.com/source/2010/05/05/greek-default-already-decided/ (Seitenaufruf vom 28. Oktober 2010).

GELPERN, ANNA (2004), Building a Better Seating Chart for Sovereign Restructurings, *Emory Law Journal* 53, pp. 1119–1160.

GROS, DANIEL und THOMAS MAYER (2010), How to Deal with Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now!, *CEPS Policy Brief* No. 202, Brussel: Centre for European Policy Studies.

IWF (2002), *The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations,* Prepared by the Legal and Policy Development and Review Departments in Consultation with the International Capital Markets and Research Departments, Approved by François Gianviti and Timothy Geithner, Washington, DC: International Monetary Fund.

IWF (2003a), *Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism,* Prepared by the Legal and Policy Development and Review Departments in Consultation with the International Capital Markets and Research Departments, Approved by François Gianviti and Timothy Geithner, Washington, DC: International Monetary Fund.

IWF (2003b), *Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund,* April 12, 2003, Internet: http://www.imf.org/external/np/cm/2003/041203.htm (Seitenaufruf vom 28. Oktober 2010).

IWF (2003c), *The Restructuring of Sovereign Debt – Assessing the Benefits, Risks, and Feasibility of Aggregating Claims,* Prepared by the Legal Department in Collaboration with the Policy Development and Review Department and in Consultation with the International Capital Markets and Research Departments, Approved by Francois Gianviti, Washington, DC: International Monetary Fund.

KRUEGER, ANNE (2001): *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring.* Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American Enterprise Institute, Washington DC on November 26, 2001, Internet: http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm (Seitenaufruf vom 28. Oktober 2010).

LESSARD, DONALD R. (1989), *Beyond the Debt Crisis: Alternative Forms of Financing Growth,* in: ISHRAT HUSAIN und ISHAC DIWAN (Hrsg.), *Dealing with the Debt Crisis,* Washington, D.C: World Bank Publications, pp. 294–306.

MoF (2010a), Ministry of Finance General Accounting Office: Government Securities Auctions – Historical Data, Athens: Ministry of Finance.

MoF (2010b), Hellenic Republic Public Debt Bulletin No. 57, Athens: Ministry of Finance, Internet: http://www.mof-glk.gr/en/publications/debt/57.pdf (Seitenaufruf vom 28. Oktober 2010).

Paulus, Christoph (2002), Staatliche Schuldenregulierung: Verfahren und mögliche Inhalte, *BMZ-spezial* Nr. 38, Bonn: Bundesministerium für Zusammenarbeit und Entwicklung.

Raffer, Kunnibert (2001), Solving Sovereign Debt Overhang by Internationalising Debt Overhang by Internationalising Chapter 9 Procedures, *OIIP Arbeitspapier* Nr. 35, Wien: Österreichisches Institut für Internationale Politik.

Rösl, Gerhard und Wolf Schäfer (2011), *Staatliche Insolvenzen, freiwilliger Austritt und Zwangsausschuss aus der Europäischen Währungsunion,* in: Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets (Hrsg.), *Finanzkrisen – Darstellung, Analyse und Konsequenzen,* Stuttgart: Lucius & Lucius, forthcoming.

Rogoff, Kenneth und Jeromin Zettelmeyer (2002), Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001, *IMF Working Paper* No. 02/133, Washington, DC: International Monetary Fund.

Roubini, Nouriel (2002), Do We Need a New Bankruptcy Regime?, *Brookings Papers on Economic Activity* 2002 (1), pp. 321–333.

Roubini, Nouriel und Brad Setser (2003), *Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions and a Roadmap for Reform,* Internet: http://iie.com/publications/papers/roubini-setser0303.pdf (Seitenaufruf vom 28. Oktober 2010).

Schwarcz, Steven L. (2000), Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach, *Cornell Law Review* 85, pp. 956–1033.

Seidel, Martin (2009), Der Euro – Schutzschild oder Falle? Kann die EWU-Mitgliedschaft eines Landes bei Überschuldung und permanenten Leistungsdefiziten aufgehoben werden?, *List Forum* 35 (2–4), pp. 148–172.

Smeets, Heinz-Dieter (2010), Ist Griechenland noch zu retten?, *Wirtschaftsdienst* Mai 2010, pp. 305–310.

Van Suntum, Ulrich und Cordelius Ilgmann (2009), Das Bilanzproblem der Banken – Ein Lösungsvorschlag, *ORDO 60* (2009), pp. 223–246.

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2010), *Ohne Finanzmarktreformen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise,* in: Monatsbericht des BMF September 2010, Berlin: Bundesministerium für Finanzen, pp. 36–38.

Autoren – Authors

Prof. Simon J. Evenett, Ph.D.
University of St. Gallen
Swiss Institute for International Economics
and Applied Economic Research (SIAW)
Bodanstrasse 8
CH-9000 St. Gallen
Switzerland
simon.evenett@unisg.ch

Asier Minondo
Deusto Business School
Paseo de Mundaiz 50
20012 San Sebastián
Spain
aminondo@deusto.es

Henning Klodt
Institut für Weltwirtschaft Kiel
Hindenburgufer 66
D-24105 Kiel
Germany
Henning.Klodt@Ifw-Kiel.de

Matthias Baumgarten
University of Warwick
c/o Hearsall Lane 147
CV5 6HG Coventry
United Kingdom
M.Baumgarten@warwick.ac.uk

Prof. Dr. Heinz-Dieter Smeets
Universität Düsseldorf
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre,
insbes. Internationale Wirtschaftsbeziehungen
Universitätsstraße 1, Geb. 23.31
D-40225 Düsseldorf
Germany
smeetsd@uni-duesseldorf.de

Angélique Herzberg
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre,
insb. Internationale Wirtschaftsbeziehungen
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf
Universitätsstraße 1, Geb. 23.31
D-40225 Düsseldorf
Germany
angelique.herzberg@uni-duesseldorf.de

Reproduced with permission of the copyright owner. Further reproduction prohibited without permission.