

Konrad, Kai A.; Belke, Ansgar; Paulus, Christoph G.; Horn, Norbert; Deubner, Christian

**Article — Published Version**

## Wege aus der europäischen Staatsschuldenkrise

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Konrad, Kai A.; Belke, Ansgar; Paulus, Christoph G.; Horn, Norbert; Deubner, Christian (2010) : Wege aus der europäischen Staatsschuldenkrise, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 90, Iss. 12, pp. 783-804, <https://doi.org/10.1007/s10273-010-1154-x>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/68294>

**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.*

# Wege aus der europäischen Staatsschuldenkrise

Im Verlauf des Jahres 2010 geriet die Stabilität der Europäischen Währungsunion in Gefahr. Die bestehenden Mechanismen zur Krisenvermeidung schienen nicht zu wirken. Diskutiert wird, ob die Problemlösung bei den Staatshaushalten oder bei den Banken ansetzen sollte und ob neue Sanktionsregelungen für überschuldete Staaten, eine geregelte Insolvenzordnung und die Einrichtung eines Europäischen Währungsfonds erforderlich und nützlich sind.

Kai A. Konrad\*

## Eine Frage der Glaubwürdigkeit

Die Europäische Union erlebt im Jahr 2010 Umbrüche, die mit unglaublicher Geschwindigkeit erfolgen. Wer hätte es im Herbst 2009 für möglich gehalten, dass die Europäische Union zusammen mit dem IWF, wie im Mai 2010 geschehen, an nur einem Wochenende einen 750 Mrd. Euro umfassenden Garantieschirm für zahlungsunfähige Mitgliedstaaten beschließt und damit den Artikel 125 AEUV einfach aussetzt? Wer hätte gedacht, dass die Europäische Zentralbank jemals Staatsschuldtitel zweifelhafter Bonität aufkaufen würde? Aber auch der politische Reformprozess legt ein beachtliches Tempo vor. Am 7. September 2010 beschloss der Ministerrat die Einführung des „Europäischen Semesters“ für 2011. Es sieht eine im März eines jeden Jahres beginnende Beratung der Staatshaushalte der Mitgliedstaaten für das Folgejahr auf Europäischer Ebene unter Beteiligung der Kommission und des Rats vor. Auf dem Gipfel vom 29. September 2010 legte dann die Europäische Kommission Pläne zu einer weitreichenden Reform der Finanzverfassung der Europäischen Union vor. Sie umfassen im Kern zwei Bündel von Maßnahmen. Erstens sollen die Überwachungs- und Disziplinierungsinstrumente des Stabilitäts- und Wachstumspakts verschärft und mögliche Sanktionen für Schuldenstaaten stärker automatisiert werden. Zweitens soll ein völlig neues Überwachungs-, Interventions- und Sanktionssystem geschaffen werden, mit dem mögliche makroökonomische Ungleichgewichte einzelner Mitgliedstaaten diagnostiziert, abgemahnt bzw. sanktioniert werden können. Bilaterale Initiativen, wie die gemeinsame deutsch-französische

Position, die in Deauville im Oktober 2010 entwickelt wurde, haben den Vorschlag der Kommission zunächst wieder beschnitten. Und neben diesen konkreten Plänen steht eine Vielzahl weiterer Überlegungen im politischen Raum.

Wie sind diese Initiativen im Licht der Erfahrungen mit dem Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt in den vergangenen zehn Jahren zu beurteilen? Können sie die zentralen Glaubwürdigkeitsprobleme ausräumen, die in den vergangenen Jahren dafür verantwortlich waren, dass wichtige Elemente dieses Regelwerks nicht zur Anwendung kamen? Und wenn die Antwort auf diese Frage ein klares Nein ist, was wäre die richtige Antwort der Politik?

### Warum neue Regeln nicht helfen

Die Verfechter von mehr Transparenz, Prävention und automatischen Sanktionen haben verschiedene Argumente. Eine Vorabkontrolle der Einzelhaushalte soll frühzeitiges Eingreifen ermöglichen und so eine finanzpolitische Schiefelage von Mitgliedstaaten vermeiden. Mehr Transparenz und Prävention hätte die Finanzmisere Griechenlands früher ans Licht gebracht. Man hätte dann, so das Argument, Griechenland rechtzeitig auf einen finanzpolitisch nachhaltigen Kurs bringen können. Und Automatismen werden damit begründet, dass in der Vergangenheit „Defizitsünder über Sanktionen für andere Defizitsünder“ beschließen mussten. Als solche hätten sie keinen ausreichenden Anreiz, Sanktionen zu beschließen.

Diese Argumente überzeugen nicht. Fehlende Information über die mangelnde Nachhaltigkeit in der Haushaltspolitik einzelner Mitgliedsländer war wohl nicht das Kernproblem, das zur Europäischen Staatsschuldenkri-

\* Ähnliche Überlegungen wurden großteils bereits in dem Buch „Schulden ohne Sühne“ (C. H. Beck, 2010) von Kai A. Konrad und Holger Zschäpitz bzw. in dem von Corinne Michaela Flick herausgegebenen Konferenzband „Staatsfinanzierung und Wirtschaftsfinanzierung am Scheideweg“ (Frankfurter Verlagsanstalt, erscheint 2011) teilweise ausführlicher entwickelt.

se geführt hat. Griechenland beispielsweise hat seit seinem Beitritt zur Eurozone in neun von zehn Jahren den Referenzwert einer Nettoneuverschuldung von 3% überschritten. Das war kein Staatsgeheimnis. Die Problemlage mag sich durch die Finanz- und Wirtschaftskrise verstärkt haben: sie hat sich jedenfalls über viele Jahre und vor aller Augen aufgebaut. Einem Staat dürfte es auch mit einem „Europäischen Semester“ gelingen, in der Finanzvorschau einen Weg scheinbarer Nachhaltigkeit in der Finanzpolitik zu zeichnen und parallel dazu weiter in die Verschuldung zu laufen. Ist die Regierung eines Staats entschlossen, weitere Schulden zu machen, und wird sie dabei von breiten Teilen der eigenen Bevölkerung unterstützt, wird sie Mittel und Wege finden.

Der Bilanzkosmetik sind dabei nur wenige Grenzen gesetzt. Der Verkauf von öffentlichen Gebäuden zu hohen Preisen in Verbindung mit überhöhten Pachtzinsen („sell and lease back“) oder die Schuldenaufnahme über Kredite von öffentlichen Unternehmen, für die eine staatliche Bürgschaft besteht, sind nur zwei Beispiele für eine ganze Klasse von verdeckten Kreditverträgen am offiziellen Haushalt vorbei. Und diese Sorte Schulden ist meist teurer als eine offene Staatsverschuldung. Selbst eine umfassendere und tiefgreifendere Kontrolle der nationalen Haushalte durch die EU als sie derzeit diskutiert wird, hat angesichts solcher Möglichkeiten wenig Aussicht auf Erfolg, aber eine unwillkommene Nebenwirkung: Kommt es angesichts einer kleinräumigen Überwachung und Einschränkung der einzelstaatlichen Autonomie zu einer extremen Haushaltsnotlage in einem Mitgliedstaat, wird dieses Mitglied mit gutem Grund auf Hilfen seitens der Europäischen Gemeinschaft pochen: wer nur tut, was Andere verlangen, dem können diese Anderen auch keine Eigenverantwortung für das Handlungsergebnis abverlangen.

Aber auch das Beispiel Irlands im November 2010 zeigt, dass extreme Haushaltsschieflagen mit hinreichender Transparenz in der Haushaltspolitik nicht vermieden werden können. Als Defizitsünder ist der irische Staat nicht sonderlich auffällig geworden. Die Schiefelage verdankt das Land wohl eher der staatlichen Übernahme von Verantwortung für den irischen Bankensektor, also einer Maßnahme, die weder im Rahmen der Prävention noch im Rahmen der automatischen Sanktionen des Stabilitätspakts besondere Beachtung gefunden hätte.

Und automatische Sanktionen? Der Stabilitätspakt sieht in seiner gültigen Fassung bereits eine Reihe von Automatismen vor, die in der Vergangenheit außer Kraft gesetzt wurden. Dazu gehört die Intervention der Deutschen Bundesregierung im Jahr 2002, mit der sie ein völlig automatisch einsetzendes Haushaltsmahnverfah-

ren zunächst verhindert hat. Das dramatischere Beispiel für das Versagen automatischer Regeln ist der große Rettungsschirm, der im Mai 2010 installiert wurde: Die gegenseitige Nicht-Hilfe, wie sie sich im Artikel 125 als „No-Bailout-Klausel“ findet, ist als Automatismus konzipiert. Dieser Automatismus hat die Eurostaaten nicht davon abgehalten, sich über diese Regel hinwegzusetzen.

### Die Glaubwürdigkeitsproblematik des Artikel 125

Es gibt unterschiedliche Spekulationen darüber, weshalb die Europäische Union gemeinsam mit dem IWF im Mai 2010 mit dem 750 Mrd. Euro umfassenden Rettungsschirm einen zwischenstaatlichen Hilfsmechanismus installiert hat. Weite Teile der Politik befürchteten jedenfalls, dass nach Griechenland schnell weitere Staaten der Eurozone in eine Situation gelangten, in der eine Anschlussfinanzierung ihrer Staatsschulden auf dem Kapitalmarkt praktisch nicht mehr möglich gewesen wäre. Und die Politik hoffte, genau das mit der Rettungsaktion abwenden zu können. Vor allem aber ging die Angst um, eine Umschuldung eines oder mehrerer dieser Staaten führe zu erheblichen Verwerfungen auf den Finanzmärkten und Insolvenzen großer systemrelevanter privater Kreditinstitute.

Wegen dieser möglichen negativen Konsequenzen befand sich Europa in einer Situation, die James Buchanan als „Samariterdilemma“ beschrieben hat. Angewendet auf das Verhältnis der Eurostaaten zueinander hat es folgenden Kern: Zwischen den Staaten bestand zwar kein tiefes Band der Zuneigung oder des Altruismus. Die reicheren Eurostaaten hatten aber ein Eigeninteresse daran, durch die Hilfen an Staaten am Rande der Staateninsolvenz negative Folgen für sich selbst abzuwenden. Solche Folgen fürchteten sie bei einer Umschuldung eines Mitglieds der Eurozone.

### Wirtschaftliche Fehlanreize des Samariterdilemmas

Die zu erwartenden Staatenhilfen oder mögliche dauerhafte zwischenstaatliche Transferleistungen entfalten schädliche Verhaltensanreize bei Staaten und auf den Märkten für Staatsschulden. Schuldnerstaaten haben in einer Haftungsgemeinschaft der Staaten zu wenig Anlass zu sparen und zu konsolidieren. Staaten, denen die Rolle des immer wiederkehrenden Retters zugedacht ist, können die Retterrolle nur ablegen, indem sie selbst hohe Schulden aufnehmen. Kreditgeber verlieren den Anreiz, die Bonität einzelner Staaten zu prüfen und auf eine Verschlechterung der Bonität eines Mitgliedstaats mit Zurückhaltung bei einer weiteren Kreditvergabe zu reagieren. Sie müssen nicht zwischen Krediten an Staa-

ten mit maroden Finanzen und Krediten an Staaten mit gesunden Finanzen unterscheiden – von wem sie letztlich ihr Geld bekommen, kann ihnen gleich sein. Dieses undifferenzierte Verhalten schafft weitere Anreize für eine zu hohe Kreditaufnahme. Nimmt ein Mitglied der Gemeinschaft zusätzliche Kredite auf, verschlechtert es die Bonität der Haftungsgemeinschaft insgesamt. Die Refinanzierungskosten der Haftungsgemeinschaft steigen. Ein einzelner, zumal ein kleiner Mitgliedstaat trägt damit nur einen Bruchteil der Bonitätskosten, die seine eigenen zusätzlichen Schulden verursachen. Der größere Teil der Bonitätskosten wird auf die anderen Mitgliedstaaten abgewälzt. Das führt zu einer prinzipiell zu hohen Kreditaufnahme jedes einzelnen Mitgliedstaats.

### Mögliche politische Folgen des Rettungsschirms

Wichtiger noch als die Wirkung auf den Kreditmärkten für Staatsschuldtitel und für die Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten könnten die politischen Wirkungen des Samariterdilemmas für das „Projekt Europa“ sein. Wiederholte Hilfszahlungen oder umfangreiche Transfers von den reicheren zu den ärmeren Mitgliedern, die sich über viele Jahre erstrecken, dürften auf Dauer zu politischen Spannungen zwischen Geber- und Nehmerstaaten führen.

Das Jahr 2010 hat Europa einen Vorgeschmack auf solche Spannungen gegeben. Im Zusammenhang mit dem Rettungsschirm für Griechenland gab es in Deutschland verbreitet eine Diskussion über die Mentalität „des Griechen“. Klischees über Griechen als faule Steuerbetrüger machten sich breit. Dass man in Deutschland den Gürtel enger schnallen sollte, um Geld nach Griechenland zu schicken, war nicht sonderlich populär. Reportagen beherrschten die Diskussion, in denen Personen erklärten, für welche Zwecke man Geld lieber in Deutschland einsetzen sollte, anstatt es nach Griechenland zu überweisen. In Griechenland wurden zur gleichen Zeit mögliche deutsche Reparationszahlungen im Zusammenhang mit dem Zweiten Weltkrieg diskutiert, wenn auch nicht von offizieller Seite.

Die Sprengkraft der Situation für die Europäische Union ist gewaltig. Es zeichnet sich in Europa eine Trennlinie ab zwischen den Staaten mit solideren Staatsfinanzen und solchen, mit weniger soliden Staatsfinanzen. Angesichts der Geschichte Europas ist es unwahrscheinlich, dass Deutschland den ersten Schritt in Richtung auf einen Austritt tut. Vorstellbar ist aber, dass einige Staaten Konsequenzen ziehen.

Neben den internationalen Spannungen, die sich aus zwischenstaatlichen Transfers entwickeln können, trägt

eine europäische Transferunion auch den Keim möglicher Radikalisierung in einzelnen Staaten in sich. Slogans wie „Sparen für die Griechen? Nein Danke!“ könnten populistischen Strömungen vom rechten wie vom linken politischen Spektrum Auftrieb verleihen. Sollten radikale Populisten mit diesem Thema Regierungsverantwortung erlangen, könnte das zum Auslöser für mögliche Spaltungsprozesse innerhalb der Europäischen Union werden.

### Gibt es einen Weg aus dem Dilemma?

Was wäre ein richtiges Konzept? Wie gelangt man aus dem Dilemma? Eine Antwort hierauf hat im Sommer 2010 der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen in einem Brief an den Minister skizziert.<sup>1</sup> Das Gremium rät, die Europäische Finanzverfassung formal unangetastet zu lassen. Mit einer unabhängigen Zentralbank, einem Haushaltsüberwachungsverfahren (Artikel 126) und vor allem einem Nicht-Hilfegedot, also der No-Bailout-Klausel des Artikels 125 sind gute Regeln vorhanden. Diese Regeln sind, würden sie eingehalten, ausreichend für Preisniveaustabilität und nachhaltige Haushaltspolitik. Nicht die bestehenden Regeln sind das Problem, sondern Versäumnisse in ihrer Anwendung.

Dass die No-Bailout-Klausel durch politische Beschlüsse außer Kraft gesetzt wurde, dafür sind weniger die Regeln selbst verantwortlich, als der institutionelle Kontext, in dem die Entscheidungen über die Anwendung der Regeln getroffen werden. Die zentrale Reformfrage ist daher: welche Faktoren im institutionellen Umfeld waren dafür verantwortlich, dass der Automatismus der No-Bailout-Klausel außer Kraft gesetzt wurde? Dann muss man fragen, wie sich diese Faktoren verändern lassen.

Eine zentrale Ursache dafür, den Artikel 125 nicht anzuwenden und stattdessen Griechenland und später Irland finanziell zu „retten“, ist der Zustand der Finanzmärkte: Solange die Politik die Turbulenzen und Insolvenzen von Banken an den Finanzmärkten fürchtet, die eine Umschuldung eines Eurostaats verursachen könnte, wird eine Umschuldung wohl nicht stattfinden, auch wenn sie wirtschaftspolitisch richtig und notwendig wäre. Will man künftig die No-Bailout-Klausel einhalten, muss man also die Finanzmärkte reformieren, nicht den Stabilitäts- und Wachstumspakt.

<sup>1</sup> Vgl. [http://www.bundesfinanzministerium.de/nr\\_4342/DE/Wirtschaft\\_\\_\\_und\\_\\_\\_Verwaltung/Finanz\\_\\_\\_und\\_\\_\\_Wirtschaftspolitik/Wissenschaftlicher\\_\\_\\_Beirat/Gutachten\\_\\_\\_und\\_\\_\\_Stellungnahmen/Ausgewaehlte\\_\\_\\_T\\_exte/1009151a3002,templated=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_4342/DE/Wirtschaft___und___Verwaltung/Finanz___und___Wirtschaftspolitik/Wissenschaftlicher___Beirat/Gutachten___und___Stellungnahmen/Ausgewaehlte___T_exte/1009151a3002,templated=raw,property=publicationFile.pdf).

Die Umschuldung eines Staates ist eine teilweise Zahlungsverweigerung des Staats für Staatskredite, gefolgt von Verhandlungen der Regierung mit den Kreditgebern, was die Rückzahlungskonditionen angeht. Das ist kein angenehmes Ereignis für die Finanzmärkte, weil die Halter von Staatsschuldtiteln einen Teil ihrer Ansprüche verlieren. (Die Umschuldung ist nicht mit einem Austritt aus der Eurozone verbunden – leider geht das in der wirtschaftspolitischen Diskussion oft durcheinander). Aber ein hinreichend robustes Bankensystem, das reichlich mit Eigenkapital ausgestattet ist, und in dem die Banken nicht einseitige große Positionen an Schuldtiteln eines einzelnen Staates aufbauen, sondern ihre Anlagen ausgewogen auf unterschiedliche Länder und Anlageformen verteilen, kann die Abschreibungen im Zuge einer Umschuldung eines Eurostaats relativ unbeschadet überstehen. Banken mit einer hinreichend konservativen Anlagestrategie können solche Abschreibungen verkraften, ohne dadurch selbst in eine Schiefelage zu gelangen.

Ein so robuster Zustand der Banken und Finanzmärkte ist keine Utopie. Er ist sogar eine im Grunde stabile Gleichgewichtssituation: In einer Finanzwelt, in der alle Banken und Finanzinstitute sehr gut mit Eigenkapital ausgestattet sind und eine konservative Anlage-

strategie verfolgen, hat die einzelne Bank kaum einen Anreiz, von einer solchen Strategie abzuweichen: sie könnte zwar versuchen, riesige riskante einseitige Positionen aufzubauen und auf ein bestimmtes Ereignis wetten, wie das in der derzeitigen Finanzmarktsituation vielleicht sogar üblich ist. Angesichts des Verhaltens der anderen Banken und deren Kapitalausstattung wäre das für die Bank und seine Aktionäre dann aber gefährlich. Denn aufgrund der Robustheit aller anderen Banken würde die Bank einfach untergehen, wenn sie sich verspekuliert: anders als heute könnte der Staat auf eine Rettung der Bank verzichten, denn in einer robusten Finanzwelt wäre diese einzelne Bank eben nicht systemrelevant.

Robuste Finanzmärkte mit Banken, deren Aktionäre die Verantwortung für mögliche Verluste ihrer Investitionen selbst tragen und eben nicht um jeden Preis gerettet werden müssen, sind auch aus vielen anderen Gründen wünschenswert. Ein robustes Finanzmarktsystem erspart der Welt vielleicht auch die eine oder andere künftige Finanzmarktkrise mit nachfolgender Wirtschaftskrise. Vor allem aber ist sie eine zentrale Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit der No-Bailout-Klausel, und damit für die Funktionsfähigkeit des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts.

Ansgar Belke

## Eine neue Schuldenordnung für Euro-Staaten – Stärkung der Governance durch einen Europäischen Währungsfonds?

Nach der Lehman-Pleite folgte die europäische Politik lange dem Grundsatz, dass die Insolvenz von Staaten und Geschäftsbanken unter allen Umständen und Kosten zu verhindern sei.<sup>1</sup> Diese Politik wurde durch das Paket der EU und des IWF für Griechenland und später durch die European Financial Stability Facility (EFSF), die Zweckgesellschaft für den Rettungsschirm, und den European Financial Stability Mechanism (EFSM) umgesetzt. Eine weitere Härtung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und die den Finanzmärkten signalisierte Entschlossenheit, immer neue und größere Rettungspakete zu schneiden, reiche aus, die Überschuldung einzelner Länder und einen in seinen Folgen nicht be-

grenzbaren Staatenbankrott in der EWU zu verhindern. Anhaltende Turbulenzen auf den Anleihemärkten haben diesen Weg mittlerweile als verhängnisvolle Fiktion entlarvt. Der auf dem letzten EU-Gipfel Ende Oktober erzielte Kompromiss schien endlich eine klare Abkehr von dieser Linie anzudeuten.

### EZB-Zins schützt Irland und Griechenland vor Insolvenz

Weniger beachtet wurde bis vor kurzem, dass ein noch viel größerer „Bailout“ direkt an der Bilanz der EZB abzulesen ist. Leider konzentriert sich die Debatte dabei zu sehr auf die Käufe „toxischer“ Staatsanleihen durch die EZB. Viel dramatischer ist, wie die EZB die betroffenen Länder im Rahmen ihrer normalen geldpolitischen

<sup>1</sup> Der vorliegende Beitrag basiert im Wesentlichen auf einer Fassung vom Oktober 2010.

Operationen unterstützt. Sie erlaubt es den unter Druck stehenden Banken, sich zu einem Zinssatz von gerade einmal 1% in Höhe von einigen 100 Mrd. Euro zu refinanzieren. Für Irland und Griechenland macht diese Refinanzierung zwischen 40 und 50% des BIP aus. Ohne diese nahezu kostenlose Bereitstellung von Liquidität wären beide Länder wohl schon vor längerer Zeit insolvent geworden.

Eigentlich müssten die griechischen Banken ebenso wie die griechische Regierung eine Risikoprämie auf Ausleihungen in Höhe von 7 bis 8% zahlen. Deshalb stellen die Ausleihungen der EZB an das griechische Bankensystem eine höhere Subvention dar, als Griechenland insgesamt an Strukturfondsmitteln erhält! Diese Art an europäischem Rettungsschirm muss dringend durch einen dauerhaften Krisenmechanismus ersetzt werden.

### Stimmrechtsentzug als Verhandlungsmasse

Vor diesem Hintergrund sind die Ergebnisse des EU-Gipfels von Ende Oktober zu begrüßen, wenn dabei tatsächlich ein Insolvenzmechanismus, der seinen Namen verdient, herauskommen würde. Denn dieser würde das vertragswidrige Verhalten der EZB beenden. Ein solcher Mechanismus wäre viel wichtiger als der Entzug von Stimmrechten in EU-Gremien, falls sich ein Land wiederholt über die Defizitregeln hinwegsetzt. Die Drohung mit dem Stimmrechtsentzug hat Kanzlerin Merkel deshalb wohl eher als taktische „Strohfigur“ eingesetzt, um Verhandlungsmasse zu erhalten. Zumal eine solche Regelung mit Art. 126 AEUV in Konflikt geraten dürfte.

Zudem ist ein in vielerlei Hinsicht gehärteter Stabilitäts- und Wachstumspakt eher komplementär zu einem gelungenen Insolvenzmechanismus und weniger eine bloße Alternative. Deshalb ist seine nur teilweise Härtung, wie sie jetzt vorgesehen ist, im Prinzip und unter der Annahme eines wasserdichten Insolvenzverfahrens verkraftbar. Zumal eine Vielzahl der Vorschläge der EU-Kommission, den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu verschärfen, nach wie vor im Paket enthalten sind.<sup>2</sup>

### Wie kann Deutschland seine Stabilitätsvorstellungen bewahren?

Bundeskanzlerin Merkel hat durch ihren Kompromiss von Deauville, wie vielfach kolportiert, auch keine deut-

2 Vgl. A. Belke: Analyse des EU-Gipfels – Die EZB darf nicht länger eine Bad Bank sein, in: Euroactiv, Finanzen & Wachstum, 31. Oktober 2010.

schon Interessen verraten. Denn die deutsche Regierung ist gut beraten, in einigen Bereichen gegenüber Ländern wie Frankreich Kompromisse zu schließen. Ansonsten ist zu befürchten, dass sich Deutschland zukünftig Regeln unterwerfen muss, die von der Mehrheit anderer Länder ohne Mitwirkung Deutschlands entworfen wurden.

Ein warnendes Beispiel in diesem Zusammenhang sind die gegen die deutsche Minderheit im EZB-Rat im Mai beschlossenen Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank. Es war deshalb schon vor dem EU-Gipfel klar, dass der deutschen Regierung somit nichts anderes übrig bleiben würde, als im Rahmen eines „Package Deals“ bei der Gestaltung zukünftiger Governance-Strukturen Zugeständnisse an die ehemaligen „Weichwährungsländer“ zu machen. Zumindest so lange, wie man es angesichts hoher Handels- und Seigniorage-Gewinne sowie hoher Austrittskosten als vorteilhaft erachtet, in der Eurozone zu bleiben und dabei das erfolgreiche Exportmodell weiter zu verfolgen. Merkels Verhandlungsstrategie hat gezeigt, dass es bei möglichen Zugeständnissen aus deutscher Sicht durchaus noch positiven Gestaltungsspielraum gab.<sup>3</sup>

Zumal die Allianz zwischen französischem Trésor und dem Bundesfinanzministerium auf operativer Ebene aus der Sicht beider bisher zur engsten in der ganzen EU gehört, war es von zentraler Bedeutung, die Franzosen bei der Frage eines Insolvenzverfahrens „mit ins Boot zu holen“. Konzessionen scheinen auch im deutschen Interesse unabdingbar.

### Europäischer Währungsfonds statt EZB als „Bad Bank“

Die Schaffung eines Europäischen Währungsfonds (EFW) könnte die Blaupause für einen Insolvenzmechanismus abgeben, der seinen Namen verdient. Er würde die EZB aus ihrer Rolle einer Bad Bank entlassen und Schuldnerländer und Gläubiger schon im Vorfeld und verursachungsgerecht an den Kosten einer Staateninsolvenz beteiligen. Andernfalls würde die Reputation der EZB zu stark beschädigt werden und die EU würde immer tiefer in eine Transferunion abgleiten. Zumal hierdurch der dringend benötigte Ausstieg aus der von der FED forcierten unorthodoxen Geldpolitik, den uns die Chinesen und Inder gegenwärtig überzeugend vormachen, immer unwahrscheinlicher würde.

Zudem benachteiligt ein EFW kleinere Länder nicht systematisch – dies ist wichtig für die Akzeptanz der Lö-

3 A. Belke: Analyse des EU-Gipfels, a.a.O.



sung – und nimmt dem Mechanismus seine deutsch-französische Dominanz. Denn jedes Land würde gemäß dem geplanten Finanzierungsmechanismus, wenn es die fiskalischen Maastricht-Kriterien verletzt, proportional zu seinem BIP zur Rechenschaft gezogen werden. Ein EWF entschärft somit die gegenwärtig größer werdenden Spannungen zwischen großen und kleinen Ländern, die sich von den Großen bevormundet fühlen.

Seine Realisierungschancen könnten allerdings größer sein, wenn nicht auf internationaler Ebene die Konkurrenz zum Internationalen Währungsfonds – wie schon in der Vergangenheit beim geplanten Asiatischen Währungsfonds – als recht erheblich angesehen würde.

### Status quo verschiebt nur den Tag der Abrechnung

Die Ergebnisse des EU-Gipfels ließen vermuten, dass die Teilnehmer eine unbegrenzte Finanzierung insolvenzbedrohter Staaten und Banken – auch in Gestalt eines immer größer werdenden Rettungsschirms – nicht mehr für vertretbar hielten. Dieser Sinneswandel macht den eigentlichen Wert der Vereinbarungen aus. Zwar könnten theoretisch isolierte Härten des Stabilitätspakts schrittweise und unbegrenzt weiter versucht werden, sie wären ordnungspolitisch als Komplement zu einem EWF per se zu begrüßen.

Aber unabhängig davon, ob die Regelungen sanktionsbewehrt sind und ob die Härten dieses Mal endgültig glaubwürdig ist, würden die Kosten der Vermeidung einer Insolvenz, ohne das Verursacherprinzip zu beachten, nach wie vor bei der Gemeinschaft der übrigen Staaten anfallen. Die von der Insolvenz bedrohten Staaten behielten ihr Drohpotenzial gegenüber anderen Mitgliedern der Eurozone, da ein tatsächliches Eintreten der Insolvenz zu prohibitiv hohen systemischen Kosten führen würde. Im Übrigen muss im Status quo auch die Solvenz der Retterländer gesichert werden, was die Kosten in Zukunft kaskadenhaft erhöhen würde.

Alles in allem ist der Status quo also keine Lösung für insolvente Schuldner; er verschiebt nur den Tag der endgültigen Abrechnung – die über Inflation oder einen Währungsschnitt in Gestalt eines Auseinanderfallens der Eurozone möglich ist. Darüber hinaus macht er die Schuldnerstaaten chronisch abhängig und verringert die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Rückkehr auf den Markt. Da der Zugang zur EZB der billigste Weg zur Mittelbeschaffung ist, werden die betroffenen Banken ihre Abhängigkeit von dieser Quelle stetig erhöhen, was zu einer laufenden Konzentration der schlechten Risiken in der Notenbankbilanz führt. Die europäische Geldpolitik des quantitativen und qualitativen Easing muss deshalb

so bald wie möglich auslaufen. Der Fiskalpolitik ist über Anreize statt Sanktionen der Ball zurückzuspielen, ansonsten wird die Reputation der Europäischen Zentralbank vollends zerstört und die Eurozone verliert ihren letzten Stabilitätsanker, der in diesen Zeiten des schlimmen Versagens der Regierungen bei ihrer Verschuldungspolitik oder der Forderung nach immer größeren Rettungsschirmen so elementar wichtig ist.

Schließlich haben die mittlerweile stark politisierte EZB, die EFSF und der EFSM die ureigene Funktion der Kapitalmärkte übernommen, denn sie entscheiden nunmehr in der Eurozone darüber, welche Länder und welche Banken zu welchen Kosten Zugang zu Finanzierungen bekommen. Der Vorteil dieses Wechsels ist noch längst nicht belegt, zumal der Eindruck entsteht, dass selbst innerhalb des EZB-Rats die Akzeptanz einer Transferunion wächst. Im Folgenden soll deshalb der EWF-Vorschlag von Gros und Mayer interpretiert und hinsichtlich seiner Eignung als Lösung des gegenwärtig immer größeren Dilemmas gewürdigt werden.<sup>4</sup>

### Der Europäische Währungsfonds: eine Blaupause

Eine vorzeitige Beendigung des Schuldenspiels, d.h. die Anerkennung und Inkaufnahme einer Staateninsolvenz als letztes Mittel („Ultima ratio“) für ein unter finanziellem Druck stehendes Land, und die Beschränkung des Moral Hazard von Schuldern und Gläubigern durch eine finanzielle Belastung ersterer für exzessive Defizite und Verschuldung sowie eine Belegung letzterer mit Forderungsabschlägen („haircuts“) auf eine nicht nachhaltige Kreditvergabe sind die Schlüsselziele eines European Monetary (Stability) Fund.<sup>5</sup>

Die Grundprinzipien des EWF lauten wie folgt. Er gestattet einen Staatsbankrott („sovereign default“) zu minimalen Kosten gemessen an systemischer Stabilität (nicht für das betroffene Land selbst!) und öffentlichen Ausgaben. Er zieht mittels Garantien und/oder eines Anleihtausches („debt exchange“) eine Untergrenze („floor“) unter den Marktpreis der Schulden ein. Dieser „floor“ hält Ansteckungseffekte in Grenzen,

4 A. Belke: Reinforcing economic governance in EMU: the case for a European Monetary Fund, Presentation at the Panel on „Responses to Potential National Insolvency“, Global Economic Symposium, Istanbul, September 2010, und bei der ICRIER-DIE-InWEnt-Konferenz „Policies for growth and financial stability beyond the crisis – The scope for global cooperation“, Mumbai, 27.-28. Oktober 2010; D. Gros, T. Mayer: How to deal with sovereign default in Europe: create the European Monetary Fund now!, CEPS Policy Brief, Centre for European Policy Studies, Brüssel, 17. Mai 2010.

5 In diesem Schuldenspiel ist es für die Mitgliedsländer der Eurozone vorteilhaft, als erste insolvent zu werden, da dann noch genügend Retter zur Verfügung stehen. Es wird auch gerettet, da die Retterländer angesichts des Alternativszenarios erpressbar sind.

da die Untergrenze des Anleihewertes anderer Länder ebenfalls einen festen Anker erhält. Die Forderungsabschlüsse („haircuts“) betreffend sollte der Nominalwert der Schuld nach dem „haircut“ 60% des BIP des in die Insolvenz rutschenden Landes betragen. Die Idee dahinter ist, dass die Kommunikation des exakten Wertes des Forderungsabschlages die notleidenden Anleihen im Handel auf Sekundärmärkten hält und ein vollständiges Marktchaos verhindert. Und worin besteht der Nutzen für die Gläubiger? Die einzige Alternative für einen privaten Gläubiger wäre es, einen noch größeren Abschlag auf seine Forderungen zu akzeptieren. Gros and Mayer schlagen auf das BIP-Wachstum lautende Besserungsscheine („warrants“) vor, um die Interessen von Gläubigern und Schuldern in Einklang zu bringen. Da gemäß ihrem Vorschlag der EWF der einzige oder zumindest der Hauptgläubiger des von der Insolvenz bedrohten Landes wird (sei es direkt durch Anleihtausch oder indirekt durch Garantien), können die Hebel des EU-Rahmenwerks angewendet werden, um die „Schuldensünder“ zu disziplinieren.<sup>6</sup>

### Stufe 1

Die Stufe 1 des „debt workout“ besteht aus Garantien, gewährt vom EWF. Die typische Situation betrifft ein von den Finanzmärkten bedrängtes Land, das keinen Zugang zum Kapitalmarkt mehr hat, und Finanzmärkte, die eurozonenweit in Aufruhr sind, weil das Ausmaß der Verluste der Gläubiger unsicher ist. In diesem Fall einigt sich der EWF mit dem Land auf ein Anpassungsprogramm und stellt die Finanzmittel für diese Anpassung bereit. Der EWF schiebt einen Boden unter den Wert der Staatsschulden durch die Garantie von x% der Zahlungsverpflichtungen (mit x% der Schulden = 60% des BIP). Als Teil eines EWF-geführten Anpassungsprogramms verhandelt das betroffene Land mit den privaten Gläubigern über die Restrukturierung seiner Schulden. Auf das BIP-Wachstum lautende Besserungsscheine („warrants“) stellen ein Kernelement dar, da sie die Interessen der Gläubiger und Schuldner tendenziell in Einklang bringen. Gläubiger, deren Ansprüche während des Anpassungsprogramms fällig werden, erfahren eine Gleichbehandlung.<sup>7</sup>

Es gibt starke stabilisierende Anreize für ein Debt workout bereits in Stufe 1, da die Garantie ein „Unterschießen“ des Preises der Schuldpapiere und daher auch potenziell fatale Wertminderungen oder sogar Abschrei-

bungen im Handelsbuch der Gläubiger verhindert. Denn das Schuldnerland verhandelt nach Treu und Glauben mit den Gläubigern über eine Restrukturierung, da dies den Weg für eine Finanzierung des Anpassungsprogramms ebnet. Die Gläubiger verhandeln nach Treu und Glauben mit dem Schuldnerland, da sie erwarten, hierdurch ihre Wiedergewinnungsrate über den garantierten Anteil heben zu können. Diese Verhandlungen könnten durchaus von Regeln begleitet werden, die ein relativ frühzeitiges Engagement der Gläubiger und Schuldner beim Austausch von Information und Sichtweisen der aktuellen Situation begünstigen. Dies reduziert die Unsicherheit der Gläubiger.<sup>8</sup>

### Stufe 2

Als Stufe 2 des Debt workout sehen Gros und Mayer einen Anleihtausch à la Brady-Bonds vor. Falls die Anpassung nicht erfolgreich verläuft, wird der EWF durch einen (verpflichtenden) Schuldentausch der Alleingläubiger des insolventen Landes. Der EWF belegt das Land dann mit weiterer Konditionalität wie z.B. Beschränkungen der Aufnahme neuer Kredite, um sicherzustellen, dass das insolvente Land später den EWF auszahlen kann. Jeder europäische Mechanismus sollte ohnehin Maßnahmen einschließen, die die Objektivität und Vorurteilsfreiheit zwischen Gläubigern und Schuldern im Schulden-Restrukturierungsprozess sicherstellen.<sup>9</sup> Jeder Bruch der Konditionen und/oder das Eingehen eines „defaults“ auf den EWF würden einen Bruch der aus dem EU-Vertrag resultierenden Pflichten bedeuten. Daher wäre dann das Verlassen der Eurozone und letztlich auch der Verzicht auf den Nutzen der EU-Mitgliedschaft wohl die unausweichliche Konsequenz.<sup>10</sup>

Ein wichtiges Element des EWF-Verfahrens besteht in den adversen Anreizen zu einem Übertritt in Stufe 2 des

6 A. Belke: Reinforcing economic governance in EMU..., a.a.O.; D. Gros, T. Mayer, a.a.O.

7 A. Belke: Reinforcing economic governance in EMU..., a.a.O.; D. Gros, T. Mayer, a.a.O.

8 F. Gianviti, A. O. Krueger, J. Pisany-Ferry, A. Spair, J. von Hagen: A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A proposal, Bruegel, Brüssel, 9. November 2010; A. O. Krueger: A new approach to sovereign debt restructuring, Washington DC, 2002.

9 F. Gianviti, A. O. Krueger, J. Pisany-Ferry, A. Spair, J. von Hagen, a.a.O.

10 Fahrholz und Wójcik argumentieren, dass die Spezifikation von Bedingungen für ein Verlassen der EU über mehrere Kanäle gelingen kann. Das Explizitmachen der Kosten und des Verfahrens des Exits würde die wahrgenommenen Kosten eines gesetzlich möglichen Austritts gegenüber den kurzfristigen Kosten der Anpassung deutlich machen. Dies würde waghalsiger Politik entgegenwirken, die Fiskaldisziplin schärfen und den Spielraum für das inhärente negative Externalitätenproblem der Eurozone beschneiden. Haede nimmt demgegenüber einen kritischeren Standpunkt ein. Vgl. C. Fahrholz, C. Wójcik: The European Council summit and the political economics of the EMU crisis, CEPS Policy Brief 217, Centre for European Policy Studies, Brüssel, November 2010; und U. Haede: Legal Evaluation of a European Monetary Fund, in: *Intereconomics*, 45. Jg. (2010), Nr. 2, S. 69-72.



Debt workout. Denn ein Übergang in Stufe 2 bedeutet einen langfristigen Verlust des Zugangs zu den Kapitalmärkten, einen erschwerten Zugang des Bankensektors zur Refinanzierung durch die EZB (da zum Beispiel Staatsanleihen nicht länger zur Unterlegung der Offenermarktgeschäfte akzeptiert würden), einen Verlust politischer Souveränität und einen potenziellen Austritt aus der EWU und der EU.

Der EWF könnte folglich den dringend benötigten Ersatz der Status-quo-Lösung, die in einer Kombination aus EFSF plus EZB besteht, darstellen. Der EFSF besteht bereits – übrigens ohne eine Änderung des AEU-Vertrags, allein für den Zweck der Verhinderung einer Staateninsolvenz. Und die EZB ist bereits seit längerem in einem Schuldentausch auf „dysfunktionalen“ Anleihenmärkten engagiert. Dies bedeutet, dass die Umwidmung des 440 Mrd. Euro umfassenden EFSF mehr als genug Masse für eine finanzielle Anfangsausstattung des EWF bietet, und noch wichtiger dass sie die EZB aus dem Geschäft als „Lender of last resort“ für EWU-Staaten und deren Banken entlassen würde.

#### Funktionsweise

Die Finanzierung des EWF könnte zukünftig durch automatische „Sanktionen“ erfolgen. Gros und Mayer schlagen eine besondere Gebühr für Länder vor, die gegen die Maastrichter Verschuldungskriterien verstoßen:  $x\%$  der überschüssigen Staatsschuld, definiert als aktuelle Staatsschuld (in % des BIP) –  $60\%$  mit  $x < 1$  und  $y\%$  des überschüssigen Budgetdefizits, definiert als aktuelles Defizit (in % des BIP) –  $3\%$  mit  $y > 1$ . Diese Spezifikation deckt sich mit der aktuellen Feio-Position des Europäischen Parlaments, formuliert vom Abgeordneten Diogo Feio: „the mechanism ... should include clear rules inter alia on ... membership criteria, such as fulfilling the minimum requirements for national budgetary rules/institutions ... and funding ...“ and „... clear rules for ... resources ...“.<sup>11</sup> Der EWF sollte mit professioneller personeller Besetzung und Unabhängigkeit ausgestattet werden. Nach Gros und Mayer sollte das Personal unabhängig agieren und seine Einschätzungen frei von politischem Druck treffen können.

Es stellt sich die Frage, ob es erforderlich ist, neben dem IWF eine weitere Institution mit dem gleichen Aufgabengebiet zu etablieren. In Bezug auf die „EWF versus IWF“-Dichotomie lässt sich konsistent argumentieren, dass ein „virtueller EWF“ aus dem European Department des IWF geschaffen werden könnte. Da es

11 Vgl. D. Feio: Economic governance proposals, European Parliament Position Paper, Brüssel, November 2010.

gegenwärtig genügend Anreize für eine gemeinsame Vertretung der Eurozone im IWF gibt, wäre es beispielsweise eine natürliche Entsprechung, dass der EFSF die Interessen der Eurozone innerhalb des IWF repräsentiert.<sup>12</sup>

#### Der EZB-Vorschlag

Obwohl beide auf den ersten Blick recht ähnlich aussehen, unterscheiden sich der EWF-Vorschlag und der EZB-Vorschlag einer „crisis management institution“ (CMI) in mehrerlei Hinsicht (die CMI wurde von der EZB ohne Verweis auf die Notwendigkeit einer Vertragsänderung vorgeschlagen<sup>13</sup>): innerhalb des EZB-Vorschlags ist die Staateninsolvenz keine Option und finanzielle Unterstützung wird nur zu Strafraten gewährt. Eine wichtige Frage ist zudem, ob die CMI wirklich Käufe von Schuldpapieren auf „dysfunktionalen“ Märkten zu „Markt“-preisen durchführen würde. Es dürfte sich wohl kaum um wahre Marktpreise handeln, falls der CMI und/oder die EZB die Käufer der letzten Instanz sind, und zwar selbst dann, wenn die Anleihen unter Par gekauft werden.<sup>14</sup>

Der EZB-Vorschlag ist aber noch mit weiteren Problemen behaftet. Ohne die Option einer Insolvenzforderung findet der Austausch der Anleihen wahrscheinlich zu Preisen statt, die für Gläubiger überaus vorteilhaft sind. Darüber hinaus wird die EZB erst einmal Käufer der letzten Instanz der Anleihen kränkender Staaten und Banken bleiben. Auch bleibt unklar, was passiert, wenn ein Land auf Forderungen der CMI in den „default“ geht. Schließlich dürfte sich der Wunsch der EZB nach einem „preferred creditor status“ innerhalb der CMI als kontraproduktiv erweisen, denn dann würden Gläubiger immer noch von dem Risiko geplagt, ihr Geld zu verlieren. Daher ist zu fragen, ob das Europäische Parlament und andere Institutionen wirklich noch mehr politisches Kapital in die Entwicklung eines ausgefeilten Rahmenwerks für „economic governance“ investieren, oder ob sie sich darauf konzentrieren sollte, die Disziplin durch die Ermöglichung eines Ausfalls zu stärken.<sup>15</sup>

12 D. Gros: Europe in the IMF, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, Brüssel, 4. Oktober 2010.

13 A. Belke: Euro area crisis management framework: consequences and institutional follow-ups, Briefing paper prepared for presentation at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank, Brüssel, September 2010.

14 A. Belke: Reinforcing economic governance in EMU..., a.a.O.; Europäische Zentralbank: Reinforcing economic governance in the euro area, Frankfurt/Main, 10. Juni 2010; D. Gros, T. Mayer, a.a.O.

15 F. Gianviti, A. O. Krueger, J. Pisany-Ferry, A. Spair, J. von Hagen, a.a.O.

Die Verringerung von Ansteckung („contagion“) ist der Schlüssel zu Finanzmarktstabilität in der Eurozone. Die bloße Existenz eines EWF hätte das Potenzial für „contagion“ verringert. Im Fall von Spanien hätten die Investoren beispielsweise antizipiert, dass es kaum signifikante Verluste auf spanische Staatsanleihen geben würde – bei einem Verhältnis der Schulden zum BIP von nur etwas mehr als 60% zu Beginn der Schuldenkrise.<sup>16</sup>

### Europäischer Währungsfonds und EU-Vertrag

Ein Insolvenzmechanismus könnte eine Alternative zu einer reinen Liquidierung oder unendlicher Finanzierung schwacher Länder und Banken darstellen. Dieser müsste eine kontrollierte Umfinanzierung oder sogar eine Umschuldung umfassen, um das Entstehen von „Zombie-Ländern“ in der Euro-Peripherie zu vermeiden. Diesen Bedingungen genügt beispielsweise ein Europäischer Währungsfonds (EWF) – auch wenn er nicht explizit so genannt wird, der das Muster von Beiträgen zu einem bilateralen Versicherungsmechanismus festlegt.

Zu den juristischen Bedenken gegen die Installation eines Europäischen Währungsfonds: Zahlungen an einen EWF wegen exzessiver Budgetdefizite sollten nicht als Sanktionen bezeichnet und mit dem EU-Vertrag als unvereinbar angesehen werden. Vielmehr handelt es sich dabei dem Wesen nach um Beiträge zu einem bilateralen Versicherungsmechanismus. Dies macht sie mit dem EU-Prinzip kompatibel, da jede „Sanktion“ mit einem Ziel verbunden sein muss, das mit ihrem Einsatz angestrebt wird. Sanktionen wie der Entzug von Stimmrechten oder nicht zinstragende Einlagen, die an den EU-Haushalt fließen, haben hingegen keine direkte Beziehung zu dem Ziel, das nun einmal Finanz(markt)stabilität heißt.<sup>17</sup> Rechtliche Bedenken sollten also kein Haupthindernis für die Verwirklichung eines EWF darstellen, zumal es zum Bestandteil der Gipfel-Einigung gehört, dass Art. 122 AEUV erweitert wird.

Dringend geklärt werden muss die Frage, wann genau die Bedingungen dafür vorliegen, dass „die gesamte Eurozone in Gefahr ist“ und der Trigger der Umschuldung gezogen werden muss und mit welchen Reaktionen der Finanzmärkte zu rechnen sein wird, wenn sie den Zeitpunkt für gekommen halten. Darüber hinaus

muss dringend untersucht werden, ob und wie Länder, die wegen privaten und staatlichen Überkonsums in die Bredouille geraten sind (Beispiel Griechenland), in einem Insolvenzmechanismus nicht anders behandelt werden müssen als solche, denen wegen zusammenbrechender Banken die Insolvenz droht (Beispiel Irland).<sup>18</sup>

Schließlich müsste geklärt werden, wie viel Entscheidungsgewalt Gläubigern wie dem EWF tatsächlich über das Primärdefizit eines Schuldnerlandes gewährt werden sollte. Das Ausmaß der auferlegten Austerität in der Periode direkt nach der Umstrukturierung ist durchaus kritisch für den weiteren Verlauf der Krisenbewältigung. Denn die faktischen Erträge der staatlichen Steuerhoheit hängen nicht nur von der Qualität der Institutionen, sondern auch von der Loyalität der Bürger ab, die umgekehrt entscheidend von der Einhaltung der Grundprinzipien der Demokratie bestimmt wird.<sup>19</sup> Schwindet die Loyalität der Bürger, ist am Ende des Tages für nichts mehr zu garantieren.

### Ist (war?) ein EWF eine realistische Option?

Wie groß war Mitte Oktober die Wahrscheinlichkeit dafür, dass eine Institution wie der EWF das gegenwärtig 750 Mrd. Euro umfassende Rettungspaket ersetzen könnte? Die Fakten deuteten eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür an, dass über diese Angelegenheit schon sehr bald entschieden würde. Deutschland fädelt einen „Package Deal“ zwischen der zeitlichen Verlängerung des gegenwärtigen Mechanismus, der 2013 ausläuft, und der Entscheidung über ein nachfolgendes System ein. Hinzu kam die erfrischend neue Bereitschaft der Franzosen, sogar über eine Vertragsänderung zu diskutieren. Deutschland und Frankreich aber könnten unterschätzt haben, dass für eine Lösung die Unterstützung jeder einzelnen der 27 nationalen Regierungen nötig ist. Wie auf dem EU-Gipfel vom Oktober zu beobachten war, kann dies ein harter und langer Weg sein. Aus einer rein juristischen Perspektive wären hierfür nur einige wenige Änderungen in bestimmten Artikeln notwendig. Diese Änderungen jedoch müssen von 27 Regierungen verabschiedet werden und die Parlamente und möglicherweise, sogar wie im Fall Irlands, Referenden durchlaufen. Die EU-Kommission hat deshalb schon zurecht darauf verzichtet, Irland zu

<sup>16</sup> A. Belke: Reinforcing economic governance in EMU..., a.a.O.; D. Gros, T. Mayer, a.a.O.

<sup>17</sup> A. Belke: Reinforcing EU governance in times of crisis: The Commission proposals and beyond, Briefing paper prepared for presentation at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank, Brüssel, November 2010.

<sup>18</sup> A. Belke: Analyse des EU-Gipfels..., a.a.O.

<sup>19</sup> F. Gianviti, A. O. Krueger, J. Pisany-Ferry, A. Spair, J. von Hagen, a.a.O.; K. Raffer: Applying Chapter 9 insolvency to international debts: an economically efficient solution with a human face, in: World Development, 18. Jg. (1990), Nr. 2, S. 301-311.

einer Erhöhung seiner niedrigen Unternehmensteuern zu verpflichten.<sup>20</sup>

Man wurde im Vorfeld der Erklärung der Eurogruppe vom 28. November 2010 den Eindruck nicht los, dass der EWF wesentlich eher realisiert werden könnte, wenn er nicht speziell von Seiten der USA als Konkurrent des IWF auf internationaler Ebene gesehen würde. Auch hätte aus taktischen Gründen die Bezeichnung „EWF“ vermieden werden sollen. Wird es genügend „political leadership“ geben, um dem impliziten US-Druck zu widerstehen und der zunehmenden Marginalisierung der EU in internationalen Währungsfragen zu begegnen?

Unsere Betrachtungen zu den juristischen Aspekten des EWF legen nahe, dass eine nur geringe Änderung in Art. 122 AEUV ausreichen könnte, um das deutsche Bundesverfassungsgericht zufriedenzustellen und gleichzeitig eine solide gesetzliche Grundlage für die neue „post-2013 permanent EFSF“ darzustellen, auf den möglicherweise in keiner Vertragsänderung explizit Bezug genommen wird. Der neue Mechanismus könnte dann wahrscheinlich auf intergouvernementaler Grundlage weiter entwickelt und ins Leben gerufen werden. Im Fall eines zu großen Widerstands gegen den EWF als solchen muss er nicht notwendigerweise die Schaffung einer neuen Institution nach sich ziehen. Stattdessen könnte er die Gestalt eines Notfall-Finanzierungsmechanismus annehmen, der durch den EU-Rat betrieben wird. Seine Aktivierung verlangt jedoch aus politischen Gründen Einstimmigkeit – genauso wie im Fall des bestehenden und ohne jegliche Vertragsänderung ins Leben gerufenen EFSF.

Am 28. November 2010 legte die Eurogruppe ihren Entwurf des neuen „European Stability Mechanism“ (ESM) für die Zeit nach Mitte 2013 vor.<sup>21</sup> Die Irland-Rettung fällt noch nicht unter dieses Schema, sondern erfolgt unter dem bisherigen 750-Mrd.-Euro-Rettungsschirm. Anders als es in der Lösung mit EWF vorgesehen wäre, gibt es in der beschlossenen Vereinbarung keinen Automatismus für eine Umschuldung und keine Einbindung privater Anleihegläubiger, sondern im „unwahrscheinlichen“ Fall einer Insolvenzgefahr vielmehr eine Lösung je nach Einzelfall. Vorgeschaltet ist dieser Phase ein weniger gravierendes Szenario mit Liquiditätsproblemen eines Staates. In diesem Fall sind die Anleger unverbindlich gehalten, den Handel mit diesen An-

leihen auszusetzen. Der IWF bleibt wenig überraschend an prominenter Stelle mit im Boot.

Die Beteiligung privater Gläubiger wurde also sowohl im Vergleich zur vorherigen deutschen Position als auch verglichen mit dem Konzept des EWF deutlich aufgeweicht. Es kommt erst zu einer Umschuldung, wenn alle anderen Rettungsversuche fehlgeschlagen sind. Zum Umfang des Rettungsfonds werden von der Eurogruppe bewusst keine Angaben gemacht, um Spekulanten künftig das Leben so schwer wie möglich zu machen. Trotzdem erwies sich die Erleichterung der Investoren über die Beschlüsse an den Börsen hernach als ein Strohfeder. Weitere Volkswirtschaften der Eurozone gerieten unter Beschuss und die EU-Schuldenkrise breitet sich weiter aus. Weniger öffentliche Aufmerksamkeit zog die Entscheidung der Eurogruppe auf sich, die Laufzeit der Milliardenkredite für Griechenland auf siebeneinhalb Jahre zu verlängern. Vorschläge der EU-Kommission zur institutionellen Ausgestaltung sollen bald folgen.

Eine langfristige Lösung hätte darin bestanden, dass Irland den Weg einer geordneten Umschuldung geht – wie in einem EWF vorgesehen. Die Last der in Europa aufgehäuften Schulden wird gegenwärtig nur im Kreis verschoben. Es sollte dringend ein Schnitt gemacht und ein Teil der Schulden erlassen werden. Zwar würde das kurzfristig dazu führen, dass das Misstrauen unter den Anlegern weiter wächst. Eine Umschuldung wäre dennoch der richtige Weg – unter Einschluss der notwendigen Abschlüsse auf Forderungen auch deutscher Banken.

Ein Ende mit Schrecken ist besser als ein Schrecken ohne Ende. Denn zum einen zeigen wissenschaftliche Untersuchungen, dass eine derartige Lösung nicht grundsätzlich die Zinsen auf Staatsanleihen in die Höhe treibt und deren Schwankungen erhöht, sondern nur schlechte Schuldner von guten separiert.<sup>22</sup> Zum anderen haben die höheren Renditen für die Anleihen von kriselnden Staaten für diese keine unmittelbaren Konsequenzen. Denn diese Preise gelten nicht für die Gesamtschuldenlast der Länder, sondern nur für Neuverschuldung und Umschuldung.

Merkel und Sarkozy haben auf dem letzten EU-Gipfel aus gutem Grunde das ganze Gewicht Deutschlands und Frankreichs in die Waagschale geworfen, da sie

20 A. Belke: Reinforcing EU governance in times of crisis..., a.a.O.

21 Eurogroup: Statement of the Eurogroup on the new European Stability Mechanism (ESM), 28. November 2010.

22 B. Eichengreen, A. Mody: Do collective action clauses raise borrowing costs?, in: *Economic Journal*, 114. Jg. (April 2004), S. 247-264; M. Bradley, J. D. Cox, M. Gulati: The market reaction to legal shocks and their antidotes: lessons from the sovereign debt market, in: *Journal of Legal Studies*, 39 Jg. (2010), Nr. 1, S. 289-324.

wussten, dass ohne Deutschland und Frankreich als dominierende Financiers keine glaubwürdige Lösung realisierbar sein würde. Es kam angesichts der Konstellation der europäischen Interessenlagen zu einem Kompromiss, dessen Wert sich erst noch erweisen muss. Die am 28. November gefundene Lösung enthielt einige Elemente eines EWF – wenn auch in einer „light version“. Aus deutscher Sicht sind derartige Kompromisse aber unvermeidlich, will man in der Eurozone

verbleiben und sich gleichzeitig am Ende nicht rechtlichen Regelungen unterwerfen, die von der Mehrheit der Euro-Staaten ohne Mitwirkung Deutschlands getroffen werden. Letztere dürften dann auch im Bereich der Fiskalpolitik den endgültigen Marsch in eine Transferunion bedeuten. Selbst der gegenwärtig beschlossene „light European Stability Mechanism“ hat aber noch das Potenzial, der EZB die Bürde des Umverteilens zu nehmen.

Christoph G. Paulus

## Resolvenzrecht als Mittel zur Haushaltsdisziplin

Die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise hat das Thema „Insolvenz“ in den Vordergrund der allgemeinen, öffentlichen Diskussion geschwemmt wie schon lange kein Ereignis zuvor in Deutschland. Dieser seit buchstäblich Jahrtausenden mit einem massiven sozialen Stigma behaftete Begriff wird allmählich auch hierzulande – nach etwa den USA und Großbritannien – um eine Konnotation nuance bereichert, die das Makelbehaftete durch nichts Geringeres als eine Chance ersetzt. Das moderne Insolvenzrecht hat diese Option in Gestalt des Planverfahrens zusätzlich zu der altüberkommenen Liquidation erhalten. Statt allein marktbereinigende Liquidation zu betreiben, ermöglicht diese neue Figur, die Restrukturierung des Schuldners herbeizuführen und somit die Marktfähigkeit gerade wiederherzustellen. Damit hat das Insolvenzrecht, historisch gesehen, einen weiten Weg zurückgelegt – von der ursprünglich allein angesagten physischen Vernichtung des Schuldners über die Versilberung des gesamten schuldnerischen Vermögens hin zu der jetzt ermöglichten Rettung des Schuldners, damit er wieder markttauglich wird.

Vorbild für diesen weltweiten Gestaltungswandel des Insolvenzrechts ist bekanntlich das Chapter-11-Verfahren des US-amerikanischen Bankruptcy Code, das auch für das sogenannte Planverfahren der hiesigen Insolvenzordnung Pate gestanden hat. Die Implikationen, die mit diesem Wandel einhergehen, sind von enormer Tragweite: Außer der sanierenden Rettung eines bankrotten Unternehmens eröffnet die Neuerung nunmehr auch die Anwendung des Insolvenzrechts auf zahlungsunfähige bzw. überschuldete Einheiten, die bisher aus diesem Kontext teils implizit, teils explizit ausgenommen waren.

Was die implizite Ausnahme anbelangt, so hat sie unter dem Terminus „too big to fail“ unselig Berühmtheit er-

langt. Damit werden grundsätzlich insolvenzfähige juristische Einheiten etikettiert, die dem Insolvenzrisiko – und damit einem der Grundprinzipien eines jeden Marktverhaltens – dadurch entkommen, dass sie eine Größe erlangen, die ihnen den politischen Entscheidungsträgern gegenüber gewissermaßen ein Erpressungspotential an die Hand gibt, aus systemischen Gründen die Rettung finanzieren zu müssen. Das daraus resultierende Dilemma besteht darin, dass Gewinne privat bleiben, Verluste dagegen im Falle des Scheiterns vom Staat zu tragen sind – am Ende also vom Steuerzahler. Das gilt für eine Vielzahl von Banken wie für Unternehmen vom Kaliber Opel oder (früher schon) Philipp Holzmann.

Die explizite Ausnahme der Insolvenzfähigkeit betrifft Staaten. Von Souveränen sagt der Gesetzgeber unbeschadet einer Jahrhunderte, womöglich aber auch hier wieder Jahrtausende zurückreichenden Geschichte von Zahlungsunfähigkeiten und Überschuldungen, dass sie nicht pleite gehen könnten. Als Erklärung wird gerne angeführt, dass ihnen doch insbesondere die Möglichkeit verbleibe, die Notenpresse anzukurbeln und auf diese Weise ihre Schulden „wegzuinflationieren“; oder sie könnten doch die Steuerschraube anziehen. Letzteres ist ein besonders zynisches Argument, wenn man sich die zwischenzeitlich seit Jahrzehnten währende Notlage der Bevölkerung der armen und ärmsten Länder auf diesem Globus ansieht.

Die Sanierungs- oder Restrukturierungsoption des modernen Insolvenzrechts eröffnet in beiden Fällen die grundsätzliche Anwendbarkeit (zumindest) seines Wirkungsmechanismus. Im Falle der vorliegend allein interessierenden Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung von Souveränen ist die Übertragbarkeit der Sanierungsoption bislang noch weitgehend unbekannt. Doch dass

diese Option durchaus funktionieren kann, zeigt mit wünschenswerter Deutlichkeit das US-amerikanische Chapter-9-Verfahren, das nichts anderes als eine auf die speziellen Belange von „municipalities“, also Körperschaften des öffentlichen Rechts, zugeschnittene Variante des Chapter-11-Verfahrens ist. Der besondere Zuschnitt resultiert daraus, dass es einzig und allein um die Restrukturierungs-, nicht aber auch um die Liquidationsvariante geht, und dass der Unantastbarkeit all der für die Ausübung hoheitlicher Rechte und Pflichten unerlässlichen Gegenstände Rechnung getragen werden muss. Das hat in den vergangenen Dekaden Dutzende von Malen zu erfolgreichen Sanierungen geführt und lässt sich somit – zumindest partiell und in den Grundzügen – als Vorbild für Staateninsolvenzen verwenden, wenn auch hierbei natürlich wieder weitere Anpassungen vorgenommen werden müssen.

### Die Sanierungsoption für Staaten in Europa

Das Frühjahr 2010 hat innerhalb Europas insofern ein Umdenken gebracht, als die Überprüfung der Insolvenzfähigkeit von Staaten auf die politische Agenda gesetzt worden ist. Das war im Falle Argentiniens 2001 noch nicht so sehr der Fall; da hatte sich hauptsächlich der Internationale Währungsfonds (IWF) um eine insolvenzrechtliche Lösung bemüht, bis ihm 2003 ein wohl politisch wie ökonomisch motiviertes Veto dabei Einhalt gebot. Nun aber hat die Griechenlandkrise dazu geführt, dass in Europa über ein Insolvenzverfahren für Staaten nicht nur nachgedacht, sondern in seiner konkreten Ausgestaltung diskutiert wird. Ermöglicht wurde das natürlich nur dadurch, dass es jetzt eben die zuvor angesprochene ausschließliche Sanierungsoption gibt. Sie – und nur sie allein – ist Gegenstand aller diesbezüglicher Überlegungen.

Das verdient deswegen besonders hervorgehoben zu werden, weil die Vorbehalte gegen das Phänomen „Insolvenz“ unbeschadet der einleitend beschriebenen jüngsten Entwicklung nach wie vor sehr negativ besetzt sind. Aus diesem Grund erscheint es auch angezeigt, eine terminologische Abgrenzung vorzunehmen und – einen Vorschlag P. Kirchhofs aufgreifend – im Zusammenhang mit Staaten allein von „Resolvenzverfahren“ (statt Insolvenzverfahren) zu sprechen. Wie der im englischsprachigen Rechtskreis übliche Sprachgebrauch „turnaround“ bringt Resolvenz die Umkehr wieder hin zur Solvenz trefflich zum Ausdruck und kennzeichnet damit das maßgebliche Wesensmerkmal dieses Verfahrenstyps.

Losgelöst von derartigen sprachlichen (psychologisch gleichwohl eminent bedeutsamen) Überlegungen ist aber natürlich vorrangig die Frage zu beantworten, wa-

rum es denn überhaupt wünschenswert sein sollte, ein Resolvenzverfahren für Staaten zu etablieren. Denn es ist selbstverständlich, dass dessen Einführung nicht die Lösung aller Probleme auf einen Schlag bedeutet – so als wäre mit der Schaffung eines solchen Verfahrens allein das Thema der Staateninsolvenz ein für allemal ad acta gelegt. Das ist zweifelsohne nicht der Fall. Was allerdings mit Einführung eines Resolvenzverfahrens in jedem Fall schon einmal bestünde, wäre ein mehr oder minder klar vorgegebenes Verfahren, bei dem alle Betroffenen wüssten, welcher Schritt jetzt und welcher als nächstes vorgenommen werden muss. Vergegenwärtigt man sich noch einmal die durch die große Unsicherheit geprägte Zeitspanne im Frühjahr 2010, als die griechische Krise offenkundig geworden war, die Mitglieder des Stabilitäts- und Wachstumspakts aber noch ratlos rätselten, wie sie reagieren sollten, und dadurch das Ausmaß der Krise immer größeren Umfang annahm, wird einem der Wert (und der Kostensenkungseffekt) eines die nächsten Handlungsschritte festlegenden Verfahrens unabhängig von seiner konkreten Ausgestaltung unmittelbar einsichtig.

Aber das ist nicht der einzige Vorzug, der Überlegungen wie die hier angestellten rechtfertigen würde. Die Einführung eines wie auch immer ausgestalteten Resolvenzverfahrens brächte vielmehr weitere, ganz entscheidende Vorteile mit sich:

- Die aus dem zivilrechtlichen Insolvenzrecht her bekannte Disziplinierungsfunktion allen beteiligten Akteuren gegenüber. Wenn es ein Insolvenzrisiko gibt, müssen und werden Schuldner wie Gläubiger bei der Begründung neuer Verbindlichkeiten vorsichtiger sein. Denn im ärgsten Fall sind sie es, die den Verlust zu tragen haben. Vorausgesetzt freilich, dass nicht ein politisch motivierter Bail-out an die Stelle dieses Verfahrens tritt.
- Die Bildung einer Zwangsgemeinschaft. Soweit das Resolvenzverfahren insolvenzrechtlich ausgeprägt ist, hat es den – juristisch gesehen – unschätzbaren Vorteil, aus der Gesamtheit der Betroffenen (also Schuldner und sämtliche Gläubiger) eine Zwangsgemeinschaft zu bilden, die es dem Gesetzgeber gestattet, von dem üblichen, im allgemeinen Wirtschaftsleben anzuwendenden Einstimmigkeitserfordernis abzuweichen und statt dessen eine Mehrheitsentscheidung für die Begründung und Abänderung von Vereinbarungen genügen zu lassen. Um also beispielsweise zu einem Schuldenerlass von 30% zu kommen, ist nicht mehr die Zustimmung eines jeden einzelnen Gläubigers erforderlich, sondern es mag reichen, dass nur 75% aller Gläubiger damit einver-



standen sind. Es dürfte unmittelbar einleuchten, dass dadurch Vereinbarungen deutlich leichter zustande kommen – sind sie doch damit weitgehend vor dem egoistischen Gebaren von sogenannten Hold-out-Gläubigern geschützt. Genau dieser Vorteil wird derzeit auch durch die sogenannten Collective Action Clauses angestrebt und – partiell – erzielt.

- Und schließlich die Notwendigkeit eines Frühwarnsystems: Indem das erwähnte Stigma aller Wahrscheinlichkeit nach auch einem Insolvenzverfahren anhaften dürfte, erhöht sich die vorgenannte Disziplinierungsfunktion. Wie bei dem aus früherer politischer Diskussion vertrauten Slogan „Friede durch Abschreckung“ ist ein Insolvenzverfahren gerade dann besonders erfolgreich, wenn es selten oder gar nicht angewendet werden muss. Immerhin muss zu einem gegebenen Zeitpunkt der verantwortliche Politiker vor die Fernsehkameras treten und seinem Volk verkünden, dass das Insolvenzverfahren beantragt werden muss. Um diesen Vorteil jedoch richtig zum Tragen kommen zu lassen, müssen dem Insolvenzverfahren effektive Warnungen vorgeschaltet werden; Beispiele dieser Art finden sich bereits jetzt in Art. 126 II AEUV (sie sind bislang allerdings nicht ernst genommen und wirklich angewendet worden) bzw. werden derzeit entwickelt etwa durch die UNCTAD in Gestalt der Entwicklung mehr oder minder verbindlicher Regeln über verantwortliche Darlehensvergabe und -aufnahme (responsible bilateral lending and borrowing).

Es zeigt sich mithin, dass die Etablierung eines Insolvenzverfahrens ganz erhebliche Vorteile mit sich brächte, deren größter Vorteil wohl darin liegen dürfte, dass eine größere Haushaltsdisziplin erreicht würde.

### Eine mögliche Verfahrensausgestaltung

Damit stellt sich die ganz erhebliche und bedeutsame Folgefrage, wie denn ein entsprechendes Verfahren aussehen könnte. Es wurde zuvor schon darauf hingewiesen, dass es keinesfalls angeht, ohne Modifikationen ein bereits existierendes Insolvenzrechtsmodell zu übernehmen<sup>1</sup> und auf gut Glück dessen Er-

<sup>1</sup> Dem Vernehmen nach wird derzeit ein Vorschlag des Bundesministeriums der Finanzen diskutiert, in dem u.a. die Einführung eines „Berliner Clubs“ (in angelegelter Erweiterung der bereits existierenden Pariser und Londoner Clubs) propagiert wird wie auch die Ernennung eines Kontrolleurs. Gerade Letzteres erweckt sehr ungute Erinnerungen an die deutsche Haltung Ende des 19. Jahrhunderts, als Deutschland den anderen Gläubigerstaaten Griechenlands (sic!) – unbeschadet der abwehrenden Haltung u.a. Englands – die Etablierung eines in Athen eingerichteten Kontrolleuramtes aufs Auge drückte.

folg herbeizuwünschen. Es dürfte aber überdies auch ausgeschlossen sein, die bereits anlässlich der Argentinienkrise vorgelegten Modelle eines kompletten „Insolvenzverfahrens“ (SDRM = Sovereign Debt Restructuring Mechanism) zu kopieren: Nicht nur, dass sie gewissermaßen politisch „verbrannt“ sind; sie waren wohl auch insgesamt allzu ambitioniert. Was infolgedessen angezeigt ist, ist eine Selbstbeschränkung, die den Vorschlag eines realistischen und realisierbaren Verfahrens unterbreitet.

An dieser Stelle eröffnet sich eine aufschlussreiche Parallele zu einer Entwicklung, die etwa Mitte der sechziger Jahre des letzten Jahrhunderts zu großen Eklats und intensiver Diskussion geführt hatte. Zu diesem Zeitpunkt kulminierten die gegensätzlichen Ansichten von Investoren und Empfängerländern darüber, wie die jeweiligen Investitionen zu schützen seien. Die Weltbank beschränkte sich in dieser kritischen Situation darauf, statt der Promulgation materieller Regelungen eine Schiedsgerichtsinstitution zu gründen und zu diesem Zweck ein bloßes Verfahren zur Verfügung zu stellen. Dieses International Centre for the Settlement of Investment Disputes (ICSID) hat durch seine Entscheidungen zwischenzeitlich ganz erheblich dazu beigetragen, dass es heutzutage ein ausdifferenziertes Völkerinvestitionsrecht gibt.

Eine vergleichbare Entwicklung könnte sich hinsichtlich des Staateninsolvenzrechts ergeben. Was dafür benötigt wird, ist die Schaffung einer gerichtsgleichen Institution, etwa eines Sovereign Debt Tribunals (SDT), für das eine Verfahrensordnung erlassen werden muss. Diese muss den folgenden Ablauf der Geschehnisse widerspiegeln:

- Den Beginn macht die Präsentation eines Planes durch den allein zur Antragstellung berechtigten Schuldnerstaat, in dem minutiös aufgeschlüsselt ist, wie die Insolvenz herbeigeführt werden soll und welche Beiträge Schuldner wie Gläubiger hierzu zu leisten haben. Dieser Entwurf, der im Verlauf der nachfolgenden Erörterung mit den Gläubigern natürlich noch vielfältigen Änderungen ausgesetzt sein kann, dient gewissermaßen als Einlasskontrolle in das Verfahren, denn das SDT wird seine Fundiertheit und Realisierbarkeit überprüfen.
- Die Gläubiger werden in Gruppen eingeteilt, die selbstverständlich sachlichen Einordnungskriterien genügen müssen. Diese Komprimierung ist allein schon deswegen unausweichlich, weil die schiere Anzahl der Gläubiger anderenfalls die größten logistischen Probleme auslösen würde. Diese Gruppen-

bildung 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, also entweder einfache oder qualifizierte, d.h. etwa 66% oder 75% oder 80%) 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.

- Bis es aber zu dieser Abstimmung kommt, werden Schuldner und Gläubiger gemeinsam an einen Tisch gebracht, an dem sie den vorgelegten Plan diskutieren. In dieser Bereithaltung einer Kommunikationsplattform liegt vermutlich die größte Bedeutung eines derartigen Verfahrens; sind doch Schuldenrestrukturierungen nicht selten von einer „nimm-oder-lass-es-bleiben“-Attitüde der Schuldnerstaaten geprägt. Zur weiteren Reduzierung der Massen von Gläubigern könnte man daran denken, spezielle Gläubigervertreter als handelnde und verhandelnde Akteure vorzusehen, wie sie etwa auch nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, § 7, möglich sind. Bei diesen Verhandlungen wird es naturgemäß darum gehen, den eigenen Individualinteressen zum Durchbruch zu verhelfen. Das Gesetz tut aber gleichwohl gut daran, an dieser Stelle keinerlei substantielle Vorgaben zu machen. Es sollte auf das Kräfteverhältnis der Verhandlungen vertraut werden.
- Es ist nicht zwingend erforderlich, dass diese Verhandlungen mit denjenigen verknüpft werden, die der Schuldnerstaat wohl auch zu dieser Zeit durchführen müssen und zwar über die Zurverfügungstellung neuer Finanzmittel. Ob diese mit dem IWF geführt werden oder mit sonstigen potentiellen Geldgebern (je nach Gestaltung und öffentlicher Akzeptanz des Planes erscheint zumindest nicht von vornherein ausgeschlossen, dass die Suche nach frischem Geld auch über Anleihen erfolgen kann), mag dahinstehen. Doch ist nicht auszuschließen, dass der potentielle Neugläubiger an den Planverhandlungen teilnehmen will. Das dürfte dann zu einem zusätzlichen Disziplinierungseffekt des Schuldners führen.
- 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 verändern

sich die Rechtslage und damit Höhe wie Fälligkeiten der Forderungen nicht. Diese Abhängigkeit von den Gläubigern ist die Kompensation für das aus politischen und praktischen Gründen (entgegen einer Regelung wie der des § 13 Insolvenzordnung) allein dem Schuldner zu verleihende Recht, das Verfahren in Gang zu setzen. Allerdings kann diese Abhängigkeit möglicherweise dadurch gemildert werden, dass man das Einstimmigkeitserfordernis der Gruppen (nicht: innerhalb der Gruppen!) reduziert. Vorbild dafür könnte die sogenannte „cram-down-rule“ des § 245 Insolvenzordnung sein, die unter bestimmten Voraussetzungen eine einfache Gruppenmehrheit genügen lässt. Das könnte allerdings ein für den Anfang allzu ambitionierter – und damit kontraproduktiver – Schritt sein.

- Wird der Plan auf diese Weise angenommen, muss ihn das Gericht bestätigen und zu diesem Zweck den Verfahrensablauf noch einmal auf seine Rechtmäßigkeit hin überprüfen. Aus diesem Grunde sollte während der Verhandlungen stets zumindest einer der Richter zugegen sein; sinnvollerweise leitet er diese. 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.
- 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 Wachstumspakt umfassen könnte. 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 sogenannten „hold-out“ versuchen. Ihnen 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.

## Resümee

Die Vorteile eines insolvenzähnlichen Verfahrens für Staaten sind mit Händen zu greifen. Die weltweite

Entwicklung allein des letzten Jahrzehnts mit so prominenten Vertretern wie Argentinien, Island, Griechenland sowie einer ganzen Reihe weiterer sogenannter Transitionsländer zeigt darüber hinaus, dass dafür ein echter Bedarf besteht. Und schließlich lassen die Über-

legungen zur konkreten Ausgestaltung eines derartigen Verfahrens die Zeit dafür reif erscheinen, ein solches Verfahren auch tatsächlich einzurichten. Europa könnte dafür ein Vorreiter sein, dem das globale Dorf mit großer Sicherheit alsbald folgen würde.

Norbert Horn

## Rechtsfragen einer Schuldenordnung für EU- und Euro-Staaten – Externe Anleihen und Bankkredite

Wir stecken weiter in der Euro-Krise und in der Krise ihrer Bewältigung. Grundfragen einer Schuldenordnung der Euro-Staaten und des weiteren Kreises der EU-Staaten sind noch ungelöst. Im letzten Quartal 2010 intensivierten sich die Bemühungen zur Neugestaltung. Dabei geht es einmal um die Reparatur oder Fortentwicklung des institutionellen Rahmens der Europäischen Währungsunion (EWU), der durch die Griechenlandkrise und die anschließende Aufspannung des „Euro-Rettungsschirms“ im Mai 2010 vielleicht gerettet, aber zugleich auch beschädigt worden ist. Zum anderen geht es um die Stärkung der Marktelemente des Systems. Zu beiden Bereichen gehört die Grundfrage, wie künftig die Rechtsgrundlagen der EWU im Lissabon-Vertrag (AEUV) zu handhaben sind, insbesondere der Art. 122 (finanzielle Hilfen bei Krisen), Art. 123 (Verbot der Kredite der EZB und EWU an Staaten) und Art. 125 (finanzielle Selbstverantwortung der Staaten; no-bailout-rule). Wichtige Problembereiche sind die Frage der Zukunft des im Mai 2010 vorerst bis 2013 aufgespannten „Euro-Rettungsschirms“,<sup>1</sup> die umstrittene Schaffung eines Euro-Währungsfonds (EWF),<sup>2</sup> und das Projekt einer Regelung der Insolvenz von Staaten, an dem die deutsche Bundesregierung Interesse zeigt, sowie vor allem die Wiederbelebung und größere Effektivität des Stabilitätspaktes.<sup>3</sup>

Daneben besteht der Problembereich der Wiederbelebung der Marktmechanismen bei externen<sup>4</sup> Staatsanleihen und Kreditaufnahmen von Geschäftsbanken durch Mitgliedstaaten der EWU und EU. Die Leitfrage lautet, wie die Marktkräfte als politisch neutraler, wirksamer Indikator und Test der internationalen Kreditwürdigkeit und Zahlungsfähigkeit der Mitgliedstaaten der EWU und EU entsprechend dem Grundsatz der finanziellen Selbstverantwortung der Mitgliedstaaten (Art. 123 und 125 AEUV) als Teil des Systems reaktiviert werden können.

### Die Idee der „Euro-Anleihen“ neuer Machart

Staatsanleihen und die daraus erwachsene erhebliche Verschuldung der emittierenden Staaten haben bekanntlich eine bedeutende Rolle bei der Entstehung und Bekämpfung der Griechenlandkrise (März/April 2010) und der unmittelbar nachfolgenden allgemeinen Euro-Krise (Mai 2010) gespielt.<sup>5</sup> Es gibt aktuelle Vorschläge für neue Formen der Kapitalaufnahme von Mitgliedstaaten durch externe Anleihen, die Eingang in die künftige Architektur der EWU finden sollen. Danach soll die Haftung für Staatsanleihen nicht mehr allein bei dem Kapital aufnehmenden Staat verbleiben, sondern ganz oder teilweise auf die EWU oder EU verlagert werden, indem entweder die EZB als Emittent fungiert oder auf andere Weise die Haftung ganz oder teilweise kollektiviert wird. Man verwendet für die neuen Schuldinstrumente den Ausdruck „Eurobond“, um damit nicht nur den Euro als Nominalwährung, sondern auch das kollektive Moment der

1 Die ablehnende Haltung der Bundesregierung zur Perpetuierung (Erklärung der Bundeskanzlerin in Brüssel am 28.9.2010; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29.9.2010, S. 11) wurde inzwischen aufgegeben.

2 Zu diesem Projekt etwa D. Gros, T. Mayer: How to deal with sovereign default in Europe: create the European Monetary Fund now, CEPS Policy Brief Nr. 202, Februar 2010, Updated 17. Mai 2010.

3 Die Vorschläge der Kommission (Van-Rompuy-Arbeitsgruppe) zur Erneuerung des Stabilitätspaktes vom 28.9.2010.

4 Mit extern werden hier solche Anleihen und Kredite bezeichnet, bei denen die Geldgeber (Gläubiger) ihren Sitz in einem anderen Land als dem Schuldnerstaat haben (Auslandsanleihen, Auslandskredite).

5 Einzelheiten bei N. Horn: Die Verteidigung des Euro, in: Festschrift Maler-Reimer, 2010, S. 244-252.

Haftung für diese Schulden zu bezeichnen.<sup>6</sup> In den sechziger bis achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts wurden damit in ganz anderem Sinn Anleihen bezeichnet, die anders als „klassische“ Auslandsanleihen gleichzeitig in vielen Ländern Europas und anderswo platziert werden und auf eine international akzeptierte Währung (US-Dollar, früher D-Mark, Yen usw.) lauten.<sup>7</sup> In dieser Bedeutung ist der Begriff bis heute in der Bankpraxis geläufig. Die Eurobonds neuer Machart dagegen verweisen auf die Kollektivierung der Haftung in der EWU („Euro-Zone“) oder weitergehend in der ganzen EU. Im letzteren Sinn äußert sich seit Anfang September 2010 EU-Kommissionspräsident Barroso.<sup>8</sup> Diese Vorschläge stoßen in Deutschland auf Bedenken der Regierung und auf die Kritik von Finanzfachleuten.<sup>9</sup>

### Der Vorschlag der Blue Bonds

Ein neuer Vorschlag unter dem Markenzeichen „Blue Bond“ sucht einige der Bedenken gegen die Kollektivierung solcher Kreditaufnahmen zu zerstreuen.<sup>10</sup> Man will damit zwei in der Tat wichtige Ziele zugleich erreichen: (1) die organisierte Rückkehr zur fiskalischen Stabilität trotz bestehender hoher Staatsverschuldungen und drohender Krisen und (2) zugleich eine effektive Finanzierung der bestehenden Schulden, um Verschuldungskrisen in wirtschaftlich schwächeren Ländern zu vermeiden, die wegen steigender Risikoprämien in eine Verschuldungsfalle zu laufen drohen. Die EU-Staaten sollen zu diesem Zweck ihre Schulden bis zu 60% ihres BIP in einer anteiligen Gesamthaftung als vorrangige Staatsschulden zusammenfassen und auf diese Weise die Kosten der Refinanzierung für diesen Teil der Schulden, die durch sogenannte Blue Bonds erfolgt, senken. Ein unabhängiger Stabilitätsrat (Independent Stability Council; ISC) soll für jedes Land sein Kontingent an Blue Bonds entsprechend seinem BIP feststellen und vorschlagen, wobei die Parlamente der Mitgliedstaaten letztlich darüber beschließen.

Soweit ein Staat über sein gemäß BIP zugeteiltes Kontingent hinaus Geld aufnehmen will, muss er sogenannte Red Bonds emittieren, für die er allein haftet. Diese Red

Bonds werden im Verhältnis zu den Verbindlichkeiten aus Blue Bonds nachrangig bedient. Die verfügbaren Mittel sollen also immer vorrangig den Blue-Bond-Gläubigern zugute kommen. Mit der Kreditaufnahme mittels Red Bonds soll die Möglichkeit einer Staateninsolvenz verbunden sein. Hier werden die Gläubiger gemeinsam vertreten (collective action clauses) und auf diese Weise können Umschuldungen mit (Teil-)Verzichten der Gläubiger durchgesetzt werden.<sup>11</sup> Die Finanzierung über Red Bonds wird wegen der Risikoaufschläge, die am Markt zu bezahlen sind, demnach sehr viel teurer. Dies soll auf das Schuldnerland eine disziplinierende Wirkung ausüben, zusätzliche Finanzierungswünsche möglichst zurückzustellen.

### Kritik: Rangfolge und Schuldenmanagement

Die Gestaltung der Rangfolge von „blauen“ und „roten“ Schulden wirft zunächst technische Fragen auf. Die vertragliche Schaffung solcher Ränge ist auch in den internationalen Finanzmärkten üblich geworden, meist innerhalb derselben Emission, so bei sogenannten „strukturierten“ Anleihen,<sup>12</sup> aber auch in Bezug auf andere Verbindlichkeiten, so bei den sogenannten Nachranganleihen der Banken.<sup>13</sup> Gleichwohl schafft das Management von zwei riesigen, im Rang unterschiedlichen Schuldenmassen, die sich gemäß der Mithaftung für die Blue Bonds über eine Vielzahl von Ländern erstrecken, neue technische Probleme, auch in Abgrenzung von internen Kreditschulden des Schuldnerstaates. Ob es möglich ist, die Risikoklassifizierung durchzusetzen und zu kontrollieren, ist bestenfalls ungewiss. Auch fehlt ein Insolvenzrecht für Staaten.<sup>14</sup>

### Weitere Schwächung der Haushaltsdisziplin

Die größeren Probleme liegen aber anderswo. Die EWU ist kein Bundesstaat und der Kern des Problems ist gerade ihre hybride Struktur, die Tatsache, dass sie ein einheitliches Währungsgebiet für divergierende unabhängige souveräne Staaten mit eigenen Volkswirtschaften und Budgetrechten und ganz unterschiedlichen Interessen geschaffen hat. Dieses Problem kann man nicht dadurch lösen, dass man es ignoriert. Die wichtigsten Aspekte dieses Kernproblems sind Hindernisse im Verfassungsrecht der einzelnen Staaten, die Diver-

6 F. Bonnefoy: Pour un Eurobond – Une stratégie coordonnée pour sortir de la crise, Institut Montaigne, 2010; P. De Grauwe, W. Moesen: Gains for All: A proposal for a common Eurobond, in: *Intereconomics*, 44. Jg. (2009), H. 3; Y. Leterme: Pour une Agence européenne de la Dette, in: *Le Monde* vom 25. Februar 2010.

7 N. Horn: Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt a. M. 1972.

8 Erklärung am 7.9.2010 vor dem Straßburger Parlament, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 8.9.2010, S. 8.

9 O. Issing: Why a common euro-zone bond isn't such a good idea, in: *Europe's World*, Sommer 2009, S. 77-79.

10 J. Delpla, J. v. Weizsäcker: The Blue Bond Proposal, in: *bruegel policy brief* 2010, Nr. 3.

11 J. Delpla, J. v. Weizsäcker, a.a.O., S. 4. Zur Entwicklung und Funktion der collective action clauses vgl. N. Horn: Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, 173. Jg. (2009), S. 12 ff., S. 28, mit Nachweisen.

12 Zu diesem Produkt der Derivatmärkte vgl. ebenda, S. 23.

13 Zu Hybridanleihen vgl. ebenda, S. 19 f. Sie entsprechen künftig nicht mehr den Eigenkapitalanforderungen des Bankaufsichtsrechts.

14 J. Delpla, J. v. Weizsäcker, a.a.O., S. 2 und passim.

genz ihrer wirtschaftlichen Interessen im Hinblick auf die Transfers, die mit einer solchen Kollektivierung der externen Verschuldung und Haftung erzeugt würden, und die weitere Lähmung der noch innerhalb der EWU verbliebenen Marktmechanismen. Politisch ist die Vorstellung, der deutsche Bundestag könnte auf Vorschlag eines unabhängigen „Stabilitätsrates“ die anteilige Mithaftung Deutschlands für alle Staatsschulden aller EU- oder EWS-Staaten via Emission von Blue Bonds beschließen, absolut realitätsfern.

Jede Kollektivierung der Schulden der einzelnen Mitgliedstaaten führt zur weiteren Schwächung des Prinzips der Selbstverantwortung der Staaten für ihre Budgets und ihre Schulden (Art. 123 und 125 AEUV). Die Blue Bonds würden geradezu eine unwiderstehliche Anziehungskraft entfalten, auch alle rein internen Altschulden in Blue Bonds umzuschichten und damit unter den Schirm der kollektiven Haftung zu kriechen. Die Transferunion wäre perfekt. Wäre erst einmal der Hauptteil aller Staatsschulden vergemeinschaftet, würde niemand mehr glauben, man könnte nicht im Notfall auf politischem Weg auch die Kollektivierung der Restschulden erreichen. Die disziplinierende Wirkung der Red Bonds wäre marginal. Das Hauptproblem der EWU würde weiter verschärft.

Zu den längerfristigen Ursachen der Euro-Krise gehört die traditionell schwächer ausgeprägte Haushaltsdisziplin bestimmter Staaten. Unter diesen Umständen wog der Umstand schwer, dass der Stabilitätspakt ab 2002 nur halbherzig angewendet und 2005 unter Mithilfe der Bundesregierung Schröder in seinen Sanktionsmechanismen geschwächt und damit seiner ohnehin eher bescheidenen Effektivität beraubt worden ist. Den Geschäftsbanken waren Staaten als Kreditnehmer hochwillkommen, weil sie diese Kreditaufnahmen nach europäisch vereinheitlichtem Bankaufsichtsrecht nicht mit Eigenkapital unterlegen müssen.<sup>15</sup> Die Geschäftsbanken trieben ihre Kreditvergabe so weit, dass man bei einer Umschuldung in der Griechenlandkrise eine zweite Bankenkrise in Deutschland und anderswo befürchtete. Dies führte leider zum gänzlichen Verzicht auf Umschuldungsbemühungen im Fall Griechenland. Das war und ist ein schwerer Fehler. Man hätte unbedingt in politischer Abwägung der Sanierungsbedürfnisse des Schuldnerlandes Griechenland und der Abwehr einer neuen Bankenkrise einen maßvollen, den Banken jedenfalls zumutbaren Schuldenerlass (haircut) erreichen müssen, schon um die Banken zu mehr Vorsicht zu er-

ziehen. Die Europäische Währungsunion droht ohne solche Maßnahmen an ihren Verschuldungen sozusagen zu ersticken.

### Bereits eröffnete Möglichkeiten von Eurobonds neuer Machart

Der im Mai und Juni 2010 geschaffene „Euro-Rettungsschirm“ ermöglicht schon jetzt in großem Umfang die Schaffung von „Eurobonds“ im neuen Sinn, weil anders die gigantischen bereitzustellenden Summen nicht zu beschaffen wären. Diese Möglichkeit ist nicht neu. Bereits 2002 hatte der Rat der EU eine Fazilität des mittelfristigen finanziellen Beistands zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten eingeführt.<sup>16</sup> Diese nicht auf Mitglieder der EWU (Eurozone) beschränkte Möglichkeit sieht zur Refinanzierung solcher Finanzhilfen die Emission von Anleihen auf den Kapitalmärkten im Namen der Europäischen Union (Art. 2 (1) 2) vor. Auf diese Möglichkeit wurde auch bei der Schaffung des Euro-Rettungsschirms als Teil der Rettungsinstrumente ausdrücklich Bezug genommen. Der mit Verordnung des Rates vom 11. Mai 2010 geschaffene Fonds „Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus“ (EFSF)<sup>17</sup> sieht für das riesige Volumen von 440 Mrd. Euro an Unterstützungsmitteln im Rahmenabkommen der Regierungen mit dem Fonds vom 7. Juni 2010 ebenfalls derartige Refinanzierungsmöglichkeiten vor.<sup>18</sup>

### Externe Staatsanleihen stärken die Marktelemente der EWU

Externe Staatsanleihen und sonstige Kreditaufnahmen der einzelnen Staaten in traditioneller Selbstverantwortung der Schuldnerstaaten müssen auch in Zukunft ein wichtiges Instrument zur Stärkung der unentbehrlichen Marktelemente der EWU sein oder es wieder werden. Dies ist sogar das Kernproblem der EWU in ihrem derzeitigen Zustand. Nach dem Grundkonzept verfügte die EWU über wichtige und auf das Marktgeschehen bezogene Disziplinierungsmechanismen: (1) Wie mehrfach erwähnt, den Grundsatz der finanziellen Selbstverantwortung eines jeden Euro-Mitgliedstaats (Art. 125 AEUV; no-bailout-rule); (2) das Verbot der direkten Kreditaufnahme beim EZB (Art. 123 (1) AEUV) und (3) die Möglichkeit der Umschuldung. Sie ist nicht im Vertrag geregelt, aber grundsätzlich immer möglich und traditionelles Element der internationalen Finanzordnung.

15 Anleihen von Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums und Kreditforderungen an solche Staaten haben die Risikogewichtung 0%; § 26 (1) Nr. 2 SolvV.

16 VO (EG) Nr. 332/2002 des Rates vom 18.2.2002, ABl. L 53 vom 23.2.2002, S. 1.

17 VO EU Nr. 407/2010 vom 11.5.2010, ABl. EU Nr. L118 vom 12.5.2010.

18 EFSF-Rahmenvertrag vom 7. Juni 2010, Nr. 2 über „funding instruments“.



Diese drei am Markt orientierten Kontrollmechanismen wurden bei der Bewältigung der Griechenlandkrise und der anschließenden Konstruktion des Euro-Rettungsschirms entscheidend geschwächt.<sup>19</sup> Das Verbot direkter Kreditfazilitäten der EZB für Schuldnerstaaten wurde durch die indirekte Technik, deren Schuldverschreibungen im Markt aufzukaufen, praktisch ausgehebelt. Künftig können Schuldnerstaaten trotz Gefahr der Krise im Grundsatz ohne allzu große Hindernisse weiter Kredit aufnehmen und Anleihen emittieren. Banken und Investoren können ihnen relativ risikolos diese Kredite gewähren und ihre Bonds kaufen. Der Kreditaufnahme von Staaten bei Geschäftsbanken sind, wie erwähnt, weiterhin kaum Grenzen gesetzt. Umschuldungen werden seit dem falschen Beispiel Griechenland derzeit vermieden. Man denkt zu sehr an die Gefährdung der Gläubigerbanken, wohl aber auch im Fall der Krise größerer Schuldnerländer an systemische Risiken für den Euro. Man hofft aber, durch die Schaffung einer Regelung der Staateninsolvenz, die Deutschland fordert, weiter zu kommen.

19 Allerdings waren schon 1999 die politischen Schwierigkeiten mit der Durchsetzbarkeit der No-Bailout-Regel vorhersehbar; N. Horn: Institutional and Legal Framework of the European Monetary Union, in: N. Horn (Hrsg.): German Banking Law and Practise in International Perspective, 1999, S. 15 ff., S. 25, S. 35: „We cannot rule out that some countries will fall back to their usual habits of deficit-spending and accumulating public debt with the hope that ‚the no-bail-out-rule‘ of EMU will not be applied against them.“

Wichtiges Element einer Rettungsstrategie für die EWU muss die Herstellung der genannten Marktmechanismen sein. Dazu braucht es keine Vertragsänderungen, die ohnehin kaum zu erreichen sind. Stärkstes Argument für die Rückkehr zu marktorientierten Disziplinierungen ist es, dass Art. 123 und 125 AEUV weiterhin als geltendes Recht strikte Beachtung erfordern. Der Euro-Rettungsschirm darf nicht als Selbstbedienungs-Automatismus ausgestaltet werden. Wichtig ist, dass die Konditionen der Hilfe strikt und für Schuldnerstaaten abschreckend bleiben. Die Ankäufe von Staatspapieren durch die EZB sind in Zukunft auszuschließen. Der Gedanke gemeinsamer Euro-Anleihen der EWU oder EU ist ein Irrweg, der verhindert werden muss. Umschuldungen sollten bei nächster Gelegenheit begrenzt gewagt werden, in Abwägung der Situation der Schuldnerstaaten und ihrer Gläubigerbanken.

Noch gibt es in der gegenwärtigen Situation Restbestände von wirksamen Marktmechanismen mit ihren notwendigen Differenzierungen an Bonität und Risikopreisen. Die Rückkehr zu den im Lissabonvertrag vorgezeichneten, marktorientierten Kontrollen und ihre Verbesserung ist für den Fortbestand der EWU unabdingbar. Ob es zu dem von Deutschland geforderten Insolvenzrecht für Staaten kommt, das seit langem vom IWF propagiert wird, ist ungewiss. Aber Umschuldungen sind seit jeher auch möglich, wenn eine solche Insolvenzordnung in der EU/EWU nicht erreicht werden kann.

Christian Deubner

## Optionen fiskal- und schuldenpolitischer Koordinierung in der Eurozone

Der Ausgangspunkt: Nach den Maßnahmen, mit denen die Regierungen und Institutionen der Eurozone den dramatischen Staatsschuldenkrisen des Jahres 2010 begegnet sind, bleiben weiterhin Unsicherheiten über die grundsätzlichen Ordnungsentscheidungen für die fiskalpolitische Koordinierung und einen Krisenlösungsmechanismus für Staatsschuldenkrisen. Zwar haben die Regierungen zwischen dem 21. Oktober und 28. November eine erste ausdrückliche Einigung über diese beiden Themen erreicht. Darin wird zum einen eine drastische Verschärfung der fiskalpolitischen

Koordinierung vorgeschlagen<sup>1</sup> und zum anderen ein neuer Bailout-Mechanismus für illiquide Mitgliedstaaten<sup>2</sup> zusammen mit erstmaligen Regelungen für dieses Abwicklung einer Staats-Insolvenz und eine Schulden-Umstrukturierung im Kreise der Eurostaaten. Dies zweite Element ist ein dramatischer Schritt über den

1 [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).

2 <http://www.consilium.europa.eu/SuMedia/27706/statement%20by%20the%20eurogroup%2028%20nov.pdf>.

Rahmen der rein institutionell-verfahrensmäßigen Mechanismen hinaus, die auch in der verschärften fiskalpolitischen Koordinierung wieder als die geeigneten Instrumente zur Lösung dieser Probleme akzeptiert werden; es geht in Richtung einer vollen fiskalischen Eigen-Verantwortung der Eurostaaten. Und es ist ein Schritt zurück von der mit den beiden Rettungsschirmen für Griechenland und für die finanzielle Stabilität der Eurozone schon eingeleiteten Orientierung dahin, Problemen dieser Art nur mit mehr Solidarität und konditionierten Bailouts zu begegnen.

Beide Vorschläge müssen allerdings noch in primär- bzw. sekundärrechtliche Texte gegossen und durch das EU-Vertragsänderungs- bzw. Legislativ-Verfahren geschleust werden. Dabei kann sich das relative politische Gewicht der beiden Vorschläge noch verändern und ihr zeitlicher Zusammenhang infrage gestellt werden. Durch die genaue textliche Ausgestaltung der Insolvenz und Umstrukturierungs-Option – bisher nur fünf äußerst knapp gehaltene Zeilen – kann auch deren Bedeutung noch gestärkt oder weiter geschwächt werden. Verfechter einer solchen weiteren Schwächung gibt es. Grund genug, noch einmal über die relative Bedeutung von fiskalpolitischer Koordinierung und von einem Krisenlösungsmechanismus in der nun anstehenden Reform nachzudenken und die daraus resultierenden Präferenzen sehr deutlich zu machen.

Das deutsche Plädoyer für einen neuen Eurozonen-Krisenlösungsmechanismus nimmt zumindest teilweise Bezug auf das Vorbild anderer dezentral organisierter Fiskalsysteme, wie etwa in Nordamerika. Dahinter steht die Vorstellung, dass Eigenverantwortung und Marktmechanismen dort bessere Resultate für fiskalpolitische Stabilität und rasche Rückführung übermäßiger Verschuldung herbeiführen, und dass die Institutionen dabei weniger belastet werden, als wenn sie allein für dieses Problem zuständig wären.

Dies nordamerikanische Vorbild ist allerdings seit der Finanzkrise infrage gestellt durch die alarmierenden Nachrichten über eine zunehmende Überschuldung von Einzelstaaten und Kommunen auch in den USA oder Kanada.

Muss man angesichts dessen die Bedenken gegen mehr Eigenverantwortung und Marktmechanismen im Eurosystem nicht doch ernster nehmen, wie sie seit Monaten von bestimmten Regierungen und von vielen Experten geltend gemacht werden? Und verdient die Reform der fiskalpolitischen Koordinierung demgegenüber in den kommenden Monaten nicht doch eine gewisse Priorität? All dies rechtfertigt den Versuch eines

kurzen grundsätzlichen Vergleichs der beiden Systeme, mit einem genaueren Blick auf die aktuelle Lage in den USA.

### Die fiskalpolitische Koordinierung in den Bundesstaaten

Zunächst also zur fiskalpolitischen Koordinierung in reifen Bundesstaaten und zu der Frage, mit welchen Mitteln sie am wirkungsvollsten einer Überschuldung ihrer Gliedstaaten vorbeugen können. Unsere Beispiele sind drei typische und gut funktionierende Bundesstaaten, die Bundesrepublik Deutschland, die Vereinigten Staaten von Amerika und das Commonwealth von Australien. Zuerst werden Deutschland und die USA betrachtet. Und zwar das Deutschland, mit dem Erfahrungen vorhanden sind, also demjenigen vor dem Einsetzen der Schuldenbremse.

Zunächst ist festzustellen, dass die deutsche und die US-amerikanische Verfassung den Gliedstaaten und Kommunen ein hohes Maß fiskalischer Autonomie einräumen, in den USA noch deutlich mehr als in Deutschland. Beide Bundesstaaten haben kein fiskalpolitisches Entscheidungszentrum, das die Gebietskörperschaften zu einem bestimmten fiskalischen Verhalten zwingen könnte. Insofern ist es für den Bund hier und für „Washington“ in den USA unmöglich, in den Gliedstaaten und Kommunen eine solide Haushaltsführung sicherzustellen und übertriebene Verschuldung zu unterbinden.

Zweite wichtige Vorgabe ist die Risiko-Zuordnung bei Überschuldung. Deutsche Gebietskörperschaften übernehmen das Risiko in diesem Fall nicht selbst, sondern können auf ein solidarisches Bailout des Bundes bauen. Die USA dagegen haben kein vergleichbar sicheres Netz, vielmehr herrscht darüber in jedem Fall Unsicherheit. Einem Ansuchen Kaliforniens gegenüber lehnte Washington zum Beispiel im Sommer 2010 eine Bundeshilfe ab. Außerdem gibt es eine geordnete Insolvenzregelung für Gebietskörperschaften, die den Investoren in Staatsanleihen für den Fall von Zahlungsschwierigkeiten schon vorab eine gewisse Risikoübernahme zuweist. Das gilt auch weiterhin und trotz der umfangreichen – impliziten – Schuldenübernahmen, die sich aus den Krisenhilfen der Fed und der US-Regierung ergaben.

Daher bleiben die Kosten der Kreditaufnahme für deutsche Gliedstaaten weitgehend unabhängig von ihrem Verschuldungsgrad, während sie in den USA mit dem

Verschuldungsgrad steigen. Um hier gegenzusteuern haben viele der US-Gliedstaaten in eigener Verantwortlichkeit in ihren Verfassungen Verschuldungsbremsen unterschiedlicher Art eingeführt.

### Das Ergebnis dieser unterschiedlichen Praxis ist eindeutig

Auch angesichts der erhöhten amerikanischen Staatsverschuldung gilt im Vergleich mit Deutschland und vor allem der Eurozone weiterhin: In den USA herrscht eine verbreitet solide Haushaltsführung auf der Ebene der Gebietskörperschaften, und bei Fällen von Überschuldung werden drakonische Sanierungsmaßnahmen angewandt, bis weit hinein in strukturelle Bereiche, um rasch wieder solvent und kreditwürdiger zu werden. In der Bundesrepublik gibt es zwischen den Ländern eine sehr unterschiedlich solide Haushaltsführung mit ausbleibender struktureller Sanierung, langfristig andauernden Überschuldungszuständen und bundesstaatlichen Unterstützungspflichten, von denen vor allem das Saarland, Schleswig-Holstein, Bremen und Berlin profitieren. Im Ergebnis variieren die Schuldenstände zwischen ca. 7% für Bayern bis fast 70% des BIP für Berlin.<sup>3</sup> In den amerikanischen Bundesstaaten dagegen liegen die Schuldenstände auch im Krisenjahr 2009 nur zwischen ca. 8% bis 27%, mit dem vielgescholtenen Kalifornien mit seinen drastischen Sanierungsmaßnahmen bei nur ca. 23%.<sup>4</sup>

Diese ungünstige Lage in Deutschland stimmt mit den Ergebnissen einer Vergleichsstudie über die finanzpolitischen Beziehungen zwischen verschiedenen staatlichen Ebenen in über dreißig Ländern überein, die die OECD vor sieben Jahren vorlegte.<sup>5</sup> Danach waren vor allem zwei Bedingungen geeignet, die Einhaltung von Verschuldungsgrenzen durch Gebietskörperschaften sicherzustellen: Erstens eine direkte Genehmigungspflicht der Kreditaufnahme durch eine zentrale staatliche Instanz, oder zweitens eine glaubwürdige Bailout-Unsicherheit für Schuldensünder, eine realistische Risikobewertung der gliedstaatlichen Schuldtitel durch die Finanzmärkte und eine Sanktionierung von Überschuldung durch Zinsaufschläge.

3 Institut der Deutschen Wirtschaft mit Wirtschaftswoche: Bundesländer im Vergleich – Wer wirtschaftet am besten?, Köln 2010.

4 J. Rodden: Moral Hazard and the Future of Federalism in Europe and the USA, Washington DC, 2010.

5 I. Joumard, P. M. Kongsrud: Fiscal Relations across Government Levels, Economics Department Working Paper, Nr. 375, Paris: OECD ECO/WKP(2003)29.

Die USA sind ein Erfolgs-Modell, auf das die zweite Bedingung zutrifft. Deutschland ist ein Fall, der weder die erste noch die zweite Bedingung erfüllt und seit fünfzig Jahren an der fiskalpolitischen Disziplinierung seiner Gliedstaaten scheitert.

Zwar sahen auch die Autoren der OECD-Studie, dass die Finanzmärkte auf Risiken oftmals verspätet, oder auch in übertriebener Weise reagieren. Ihre Nichtteilnahme bei der Risikobewertung von Staatsanleihen ist allerdings noch schlechter als ihre Mitwirkung, selbst mit all ihren Schwächen. Beweist unser drittes Beispiel, der Bundesstaat Australien mit seinem Loan Council zwischen Bund und Gliedstaaten möglicherweise, dass auch ohne Intervention der Finanzmärkte und zentralistische Kontrolle nur durch Kooperation die Verschuldungspolitik der Gliedstaaten koordiniert werden könnte? Die Antwort lautet leider Nein: In Wirklichkeit läuft das australische Verfahren auf eine sehr wirksame zentralistische Kontrolle über die Kreditaufnahme der Gliedstaaten hinaus.

### Finanzpolitische Koordinierung zwischen den Partnern der Eurozone

Bei einer Prüfung der finanzpolitischen Koordinierung zwischen den Partnern der Eurozone ergibt sich als erstes und für viele überraschendes Resultat, dass bereits seit dem Maastrichter Vertrag und noch weitergehend seit der Vertragsreform von 1997 die Eurostaaten in Bezug auf ihre Haushaltsgestaltung und vor allem ihre Kreditaufnahme einem Maß gemeinschaftlicher Kontrolle und Sanktionsmöglichkeiten ausgesetzt sind, das deutlich weiter geht, als es für die Gebietskörperschaften in den Bundesstaaten USA oder Bundesrepublik gilt. Dafür sorgen das geltende Vertragsrecht sowie der Stabilitäts- und Wachstumspakt.

Zwei Erklärungen für diesen prima vista extrem hohen Kontrollanspruch gegenüber den Fiskalpolitiken der anderen Mitgliedsländer gibt es: eine politisch-institutionelle und eine ökonomische. Politisch-institutionell gesehen bedarf die neue Währungsordnung, die einer Mehrheit ihrer Mitglieder eine stabile Währung und historisch einmalig niedrige Zinsen sichert, ohne eine glaubwürdige Insolvenzperspektive zu schaffen, politisch-institutioneller Kontrollen um die Anreize zur Überschuldung zu kompensieren.

Ökonomisch ist der institutionelle Kontrollwunsch über die mitgliedstaatliche Fiskalpolitik erklärlich als

Ausgleich für das Fehlen eines großen föderalen EU-Haushaltes mit automatischen Stabilisatoren, die EU-weit wirken. Diese könnten eine Überschuldung von Mitgliedstaaten bei Wirtschaftsabschwüngen unnötig machen.

Demgegenüber stehen im Vordergrund des fiskalpolitischen Instrumentariums auf EU-Ebene institutionelle und prozedurale Maßnahmen; in der Gesamtanlage ihrer fiskalischen Kontrolle und Koordinierung ist die Eurozone damit dem deutschen Modell ähnlicher als dem amerikanischen. Bei alledem setzt die EU diesen Kontrollanspruch gegen die fiskalpolitische Autonomie der Mitgliedstaaten allerdings nicht konsequent durch.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht mehr, dass die Regelungen nicht verhindern konnten, dass die drei größten Eurostaaten sowie Portugal und Griechenland über Jahre hinweg gegen das EU-Defizitkriterium verstießen und dass die beiden letzteren zusammen mit Italien und Belgien besonders überschuldet sind. Nachdem deutlich wurde, welche dramatischen Folgen sich ergeben können, wenn diese Verstöße geduldet werden und internationale Finanzmarktprobleme auftreten, ist es verständlich, dass es ein großes Interesse an einer verschärften fiskalpolitischen Koordinierung gibt.

### Schärfere fiskalpolitische Koordinierung oder marktgesteuerte Krisenlösung?

Nach dem eben angestellten internationalen Vergleich ist jedenfalls nicht zu glauben, dass schon allein die Übernahme einer fiskalpolitischen Koordinierung voll bundesstaatlichen Zuschnitts in der Eurozone, ein wirksames fiskalpolitisches Entscheidungszentrum schafft, oder eine Überschuldung der Mitgliedsländer grundsätzlich verhindern könnte.

Sollte also das Fortschreiten in Richtung Bundesstaat noch weiter gehen und das System der Finanztransfers stärker ausgebaut werden, einschließlich von EU-weit wirksamen automatischen Stabilisatoren?

Schon der Blick auf Deutschland ernüchtert: Sogar in einem reifen Bundesstaat wurden die Anreize für eine unsolide Haushaltsführung und exzessive Verschuldung durch umfangreiche fiskalische Transfers und starke automatische Stabilisatoren nicht beseitigt. Wenn diese auch im Bundesstaat nicht zu den richtigen Anreizen führen, dann gibt es wenig Anlass zu

glauben, dass ihre Einführung auf der Ebene der Eurozone zu einem anderen Ergebnis führen würde.

Auch ein Blick auf die EU-Ebene bestätigt dieses Ergebnis. Zwar sind der EU-Haushalt und das durchschnittliche Transfer-Niveau zwischen den EU-Ländern sehr niedrig. Aber das große Übergewicht von Regional- und Kohäsionshilfen (neben der Agrarpolitik) im EU-Budget sorgt dafür, dass die am schwächsten entwickelten Mitgliedsländer aus diesen Hilfen sehr hohe Summen erhalten, die hohe einstellige Prozentanteile an ihrem BIP erreichen.<sup>6</sup> Das galt gerade für die vier Länder, die am tiefsten in die Schuldenkrise hineingeraten waren. Höhere EU-Transfers verringern jedenfalls nicht die Anreize zu unsolider Haushaltsführung und zur Überschuldung.

Dann bleibt tatsächlich nur die Option, die auch in den Vorschlägen der Van-Rompuy-Arbeitsgruppe enthalten ist, nämlich in der Durchsetzung einer zentralen institutionell-prozeduralen Koordinierung noch deutlich weiter als bisher zu gehen, und zwar weit über das Niveau reifer Bundesstaaten hinaus. Vor dem Hintergrund der vorangegangenen Ausführungen, in dem präföderalen Staatenverbund der EU, und allein für die Durchsetzung fiskalischer Grenzwerte, erscheint dieser Weg als unbefriedigend und als ein Rezept für permanente politische Spannungen in der Eurogruppe. Erfreulicherweise könnte all das weniger wichtig werden, wenn erst eine bessere Krisenlösung erreicht ist. Investieren sollte die Politik also eher in den zweiten Teil der anstehenden Reform, nämlich in einen stärker marktgesteuerten Krisenlösungsmechanismus. Entscheidend wird sein, dass die Käufer von Staatsanleihen aus der Eurozone dadurch ein wirkliches Risiko übernehmen müssen. Das Insolvenz- und Umstrukturierungs-Element dieser Reform sollte – auch gegen Widerstände – in seinen Verfahren und Schritten dringender weiter konkretisiert und dabei verstärkt werden. Dazu gehört auch, dass ein neuer und neutraler Akteur bei der Bewertung überschuldeter Eurostaaten eingeschaltet wird. Dieser Teil der Reform ist souveränitätsschonender und erlaubt die fiskalische Autonomie der Eurostaaten weitgehend zu erhalten. Einmal eingerichtet dürfte er eine dauerhaft mäßigende Wirkung auch auf die Verschuldungspolitik der Eurostaaten, und allein damit auch schon auf deren fiskalpolitische Koordinierung haben.

<sup>6</sup> A. Moravcsik erwähnt das Beispiel Portugal, das zeitweise durch die EU-Transferzahlungen 8% seines BIP erhielt, in: A. Moravcsik, M. A. Vachudova: National Interests, State Power and EU Enlargement, in: East European Politics and Societies, 17. Jg. (2003), Nr. 1. S. 53.

Für die Wirksamkeit dieser Option sprechen nicht nur die Ergebnisse der zitierten OECD-Studie (wonach die Kreditrisiko-Bewertungen der Finanzmärkte und die sich daraus ergebenden Zinsaufschläge für überschuldete Staaten immer noch die wirksamsten Anreize dieses Typs bilden). Auch die Erfahrung der vergangenen zehn Monate in der Eurozone zeigt diese Wirkung in geradezu dramatischer Weise. Für den insolventen Staat bietet eine solche Lösung auch den unschätzbaren Vorteil, die wirtschaftlichen Einbußen aus einer Pari-Entschuldung zu verringern und schneller wieder auf den Pfad des Wachstums zurückzukehren.

Bei allen potentiellen Vorteilen einer stärker marktgesteuerten fiskalpolitischen Koordinierung in der Eurozone hat die ausdrückliche Absichtserklärung in diesem Sinne wegen der dadurch verstärkten Marktunruhen auch zu scharfer Kritik geführt. Aber das Fenster der Gelegenheit für eine Neuorientierung ist eben nur jetzt offen, infolge der Suche nach einem neuen Krisenlösungsmechanismus und nach einem Ersatz für die beiden Rettungsschirme 2013. Die Bedeutung dieser prinzipiellen Neuorientierung ist so groß, dass dafür gegebenenfalls auch diese Marktunruhen und unter Umständen auch noch eine Ausweitung der temporären Rettungsschirme in Kauf genommen werden sollte.

Eine solche Lösung kann Regierungen dann auch dazu motivieren, in eigener Autonomie noch einen weiteren Schritt zu tun, nämlich verfassungsrechtlich eine innerstaatliche Schuldenbremse einzuführen. In vielen Mitgliedstaaten der USA ist das so geregelt worden, um gegenüber den Finanzmärkten und den internen Begehrlichkeiten ein klares Signal zu setzen. In Deutschland wurde 2009 auf Bundesebene, mit gesamtstaatlicher Wirkung, derselbe Weg beschritten.

Das Zeitgespräch basiert auf einem Workshop der Friedrich Ebert Stiftung am 13. Oktober 2010 in Berlin mit dem Titel „Verfahren und Instrumente einer wirksamen Bewältigung von Staatsschuldenkrisen – Voraussetzung nachhaltiger fiskalpolitischer Zusammenarbeit in der Eurozone“.

## Die Autoren des Zeitgesprächs



**Prof. Dr. Kai A. Konrad** ist Direktor am Max-Planck-Institut für Geistiges Eigentum, Wettbewerbs- und Steuerrecht in München.



**Prof. Dr. Ansgar Belke** ist Makroökonom an der Universität Duisburg-Essen, Forschungsdirektor Internationale Makroökonomie am DIW Berlin und Mitglied des „Monetary Expert Panels“ im Europäischen Parlament.



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



**Prof. Dr. Norbert Horn** ist Professor (em.) für Zivilrecht, Wirtschafts- und Bankrecht an der Universität zu Köln und Direktor (em.) des dortigen Instituts für Bankrecht. Er ist Leiter des ADIC Arbitration Documentation and Information Center, Köln.



**Dr. habil. Christian Deubner** war Leiter der Forschungsgruppe EU-Integration der Stiftung Wissenschaft und Politik – Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit. Er ist Dozent an der New York University in Berlin.