

Eger, Thomas

Working Paper

Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union in Zeiten der Finanz- und Verschuldungskrise

Discussion Paper, No. 1/11

Provided in Cooperation with:

Europa-Kolleg Hamburg - Institute for European Integration

Suggested Citation: Eger, Thomas (2011) : Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union in Zeiten der Finanz- und Verschuldungskrise, Discussion Paper, No. 1/11, Europa-Kolleg Hamburg, Institute for European Integration, Hamburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/44428>

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.



Europa-Kolleg Hamburg

Institute for European Integration

**Discussion Paper
Nr. 1/11**

**Solidarität und Wettbewerb in der
Europäischen Union in Zeiten der
Finanz- und Verschuldungskrise**

Thomas Eger

Januar 2011

**Europa-Kolleg Hamburg
Institute for European Integration**

Das *Europa-Kolleg Hamburg* ist eine privatrechtliche Stiftung. Die Stiftung hat den Zweck, die Forschung und akademische Lehre im Bereich der europäischen Integration und der internationalen Zusammenarbeit zu fördern.

Das *Institute for European Integration*, wissenschaftliche Einrichtung an der Universität Hamburg, bildet den organisatorischen Rahmen für die wissenschaftlichen Aktivitäten des Europa-Kollegs.

In den Discussion Papers werden Forschungsergebnisse, teilweise auch in vorläufiger Form, vorgestellt. Die Beiträge liegen in alleiniger Verantwortung der Autoren und geben deren persönliche Auffassung wieder und nicht notwendigerweise diejenige des *Institute for European Integration*. Anregungen und Kritik sind direkt an die jeweiligen Autoren zu richten.

Herausgeber:

Europa-Kolleg Hamburg
Institute for European Integration
Prof. Dr. Peter Behrens (gf. Direktor),
Dr. Konrad Lammers (Forschungsdirektor)
Windmühlenweg 27
22607 Hamburg
<http://www.europa-kolleg-hamburg.de>

Zitiervorschlag:

Europa-Kolleg Hamburg, Institute for European Integration, Discussion Paper Nr. 1/11,
<http://www.europa-kolleg-hamburg.de>

Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union in Zeiten der Finanz- und Verschuldungskrise

Thomas Eger*

Abstract

Die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise beeinflusste das Spannungsverhältnis zwischen Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union in zweierlei Hinsicht. Zum einen drängten die Regierungen der europäischen Mitgliedstaaten darauf, ihre notleidenden Banken (aber auch betroffene Nichtbanken) schnell durch umfangreiche staatliche Beihilfen zu unterstützen. Zum anderen führte der starke Anstieg der durch die Europäische Kommission genehmigten Beihilfen zu einer zunehmenden Staatsverschuldung, die in einigen Mitgliedstaaten, insbesondere im Süden der Europäischen Union, bedrohliche Ausmaße annahm. Es stellt sich somit die Frage, ob Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten den drohenden Staatsbankrott einiger Mitgliedstaaten verhindern soll oder ob nicht der Standortwettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten diese zu einer stärkeren Disziplin bei Staatsausgaben und Staatsverschuldung veranlassen soll. Im vorliegenden Beitrag werden diese beiden Aspekte des Spannungsverhältnisses zwischen Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union näher untersucht. Es wird deutlich, dass jede Lösung der bestehenden Probleme letztlich einen komplizierten Trade-off zwischen den ex ante Anreizen der Marktteilnehmer, zu hohe Risiken zu vermeiden, und der ex post Vermeidung von Ansteckungseffekten im Finanzsystem erfordert und dass jede Lösung letztlich eine jeweils spezifische Kompetenzverteilung zwischen der Europäischen Union und den Mitgliedstaaten impliziert, die auch konsensfähig sein muss.

Schlagworte: Staatsverschuldung, Finanzkrise, Beihilfenkontrolle, Beistandsverbot, Rettungsschirm

JEL classification: F15, F34, G15, H63

* Thomas Eger ist Professor für Ökonomische Analyse des Rechts am Institut für Recht und Ökonomik an der Universität Hamburg und Mitglied des Direktoriums des Institutes for European Integration, Europa-Kolleg Hamburg. Dieser Beitrag wird in: Björn Frank (Hg.), *Der Glaube an Rationalität in der Krise*, Metropolis Verlag, Marburg 2011, erscheinen.

Korrespondenzadresse:

Prof. Dr. rer. pol. Thomas Eger
Universität Hamburg
Fakultät für Rechtswissenschaft
Institute of Law and Economics
Rothenbaumchaussee 36
20148 Hamburg
E-Mail: thomas.eger@uni-hamburg.de

Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union in Zeiten der Finanz- und Verschuldungskrise

Thomas Eger*

1. Einleitung

Seit gut drei Jahren scheint die (ökonomische) Welt aus den Fugen geraten. Große Banken stehen vor einem Scherbenhaufen wertloser Anlagen, subventionswillige Politiker jonglieren mit mehrstelligen Milliardenbeträgen, als seien es „Peanuts“ – so einst eine heftig angegriffene Formulierung von Hilmar Kopper – und mehrere Mitgliedstaaten der Europäischen Union befinden sich am Rande der Insolvenz. Es kommt für uns Ökonomen wahrhaft keine Langeweile auf.

Obwohl man nicht guten Gewissens behaupten kann, dass heute die Ursachen und Ausbreitungsmechanismen der globalen Finanzkrise vollständig im Detail verstanden sind, so scheint es doch einen gewissen Konsens unter den Ökonomen bezüglich der grundlegenden Zusammenhänge zu geben (Roubini/Mihm 2010; Sinn 2010; Hellwig 2010, Rajan 2010, Rudolph 2010). Ausgangspunkt der Krise ist die Subprime-Krise in den USA, die seit Anfang 2007 erkennbar wurde. Bei *Subprime Mortgages* handelt es sich um Hypotheken minderer Qualität. Unter den Präsidenten Bill Clinton und George W. Bush waren günstige Hypothekendarlehen an Haushalte mit geringen Einkommen aus politischen Gründen stark ausgedehnt worden. Dies war zunächst mit steigenden Immobilienpreisen und zunehmender Kreditwürdigkeit von Immobilieneignern verbunden. Seit Ende der 1990er Jahre wurden (auch) diese Hypotheken in zunehmendem Maße zu großen Paketen zusammengefasst und zu hypothekenbesicherten Wertpapieren „verbrieft“. Diese Wertpapiere wurden ihrerseits zu „Paketen zweiter Ordnung“ zusammengefasst, diese wiederum zu Paketen höherer Ordnung usw. usf. Dadurch wurden die nicht liquiden Hypotheken in liquide, auf den internationalen Finanzmärkten handelbare Anlagen verwandelt.

Diese grundsätzlich volkswirtschaftlich nützlichen Finanzinnovationen warfen aus zwei Gründen Probleme auf. Zum einen beteiligten sich in zunehmendem Maße private Investmentbanken am Verbriefungsgeschäft, die sich auf Hypotheken minderer Qualität spezialisierten, die die Emission der Wertpapiere an spezifische Verbriefungsinstitutionen übertrugen und die gegenüber den Käufern der Wertpapiere nicht hafteten. Zum anderen war den Käufern keineswegs klar, welche Risiken sie sich mit dem Erwerb der Wertpapiere einkauften. Die großzügige Bewertung von extrem risikobehafteten Wertpapieren durch die Ratingagenturen trug nicht unbedingt zur Transparenz der Finanzmarkttransaktionen bei. Die hypothekenbesicherten Wertpapiere wurden im einfachsten Fall in drei Tranchen zerlegt: die Senior-, die Mezzanine- und die Equity-Tranche, die im Fall eines Kreditausfalls auch in dieser Reihenfolge bedient wurden. Der Halter einer Senior-Tranche erhielt deshalb die geringsten Zinsen, trug aber auch das geringste Risiko, der Halter der Equity-Tranche erhielt den höchsten Zins, trug aber auch das höchste Risiko. Auch solche Senior-Tranchen, die auf riskanten Hypotheken minderer Qualität basierten, erhielten durch die Ratingagenturen Top-Ratings, so dass sich die Käufer in (trügerischer) Sicherheit glaubten.

* Für wertvolle Anregungen danke ich Jun.-Prof. Dr. Patrick C. Leyens, Hamburg. Für Korrekturlesen und Unterstützung bei den Tabellen danke ich Linda Albersten, Justus Quecke und Paul Stange.

Nachdem als Folge einer restriktiveren Geldpolitik in den USA die Immobilienpreise unter Druck geraten waren, brachen zwischen Dezember 2006 und August 2007 die Kurse der Wertpapiere ein, die durch minderwertige Hypotheken besicherten waren. Die internationale Ausbreitung der Finanzkrise wurde eingeleitet, als im Sommer 2007 zwei von der amerikanischen Investmentbank Bear Stearns gemanagte Hedge-Fonds, die mit einem hohen Fremdkapitalanteil in derartige Wertpapiere investiert hatten, zusammenbrachen, und als die Ratingagenturen die Ratings zahlreicher „Verbriefungen“ drastisch verschlechterten. Hierdurch wurden nicht nur die Aktiva vieler Banken, die in derartige Wertpapiere investiert hatten, abgewertet, sondern es wurde eine Abwärtsspirale ausgelöst, die letztlich zu einem Vertrauensseinbruch an den Finanzmärkten führte. Das Ausmaß dieser kumulativen Prozesse und der weltweiten Finanzkrise lässt sich allerdings nur zu einem Teil durch die amerikanische Subprime-Krise erklären. Zu einem beträchtlichen Teil sind die aktuellen Probleme der Banken und Finanzmärkte außerhalb der USA durch systematische Probleme der Bankenregulierung (wie beispielsweise Eigenkapitalregeln und Bewertungsvorschriften) sowie der Corporate Governance der Banken (wie beispielsweise die Entlohnungssysteme für Bankvorstände und –mitarbeiter, unzureichende Haftung der verantwortlichen Akteure, Umgehung der Regulierung durch Auslagerung der „Giftpapiere“ in Zweckgesellschaften) verursacht.

Im Jahre 2008, dem „Jahr des großen Bankensterbens“ (Sinn 2010, 78 ff.), gingen weltweit mehr als 100 Banken entweder in Konkurs, oder sie wurden durch Übernahmen oder Verstaatlichungen vor dem Konkurs gerettet. In Deutschland waren es zunächst die Landesbanken, die in großer Menge Schuldverschreibungen amerikanischer Investmentbanken gekauft hatten und nun riesige Abschreibungsverluste erlitten. Auslöser der aktuellen Finanzkrise war der Konkurs von Lehmann Brothers, einer der größten Investmentbanken der Welt. Als entgegen allen Erwartungen klar geworden war, dass die amerikanische Regierung Lehmann Brothers nicht retten würde, brach schlagartig der Interbankenhandel zusammen. Wenn selbst dieser Gigant unter den Investmentbanken nicht mehr sicher war, wem konnte man dann noch trauen? Der Zusammenbruch des Interbankenhandels beförderte weitere Banken an den Rand des Konkurses. In Deutschland geriet beispielsweise die Hypo Real Estate (HRE), der größte Pfandbriefemittent Europas, in eine bedrohliche Schieflage und wurde schließlich im Juni 2009 verstaatlicht. Die Commerzbank, die sich mit der Übernahme der Dresdner Bank und der Eurohypo übernommen hatte, wurde durch umfangreiche staatliche Kapitalmaßnahmen unterstützt. Die Bundesrepublik Deutschland wurde mit 25 % und einer Aktie zum größten Einzelaktionär.

Die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise beeinflusste das Spannungsverhältnis zwischen Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union in zweierlei Hinsicht. Zum einen drängten die Regierungen der europäischen Mitgliedstaaten darauf, ihre notleidenden Banken (aber auch betroffene Nichtbanken) schnell durch umfangreiche staatliche Beihilfen zu unterstützen. Diese Form der Solidarität innerhalb der Mitgliedstaaten unterliegt allerdings den Beschränkungen der europäischen Beihilfenkontrolle, die einen unproduktiven Subventionswettbewerb verhindern und einen unverfälschten Wettbewerb im europäischen Binnenmarkt sichern soll. Zum anderen führte der starke Anstieg der durch die Europäische Kommission genehmigten Beihilfen zu einer zunehmenden Staatsverschuldung, die in einigen Mitgliedstaaten, insbesondere im Süden der Europäischen Union, bedrohliche Ausmaße annahm. Es stellte sich somit die Frage, ob Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten den drohenden Staatsbankrott einiger Mitgliedstaaten verhindern sollte oder ob nicht der Standortwettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten diese zu einer stärkeren Disziplin bei Staatsausgaben und Staatsverschuldung veranlassen sollte. Im Folgenden werden diese beiden Aspekte des Span-

nungsverhältnisses zwischen Solidarität und Wettbewerb in der Europäischen Union näher untersucht.

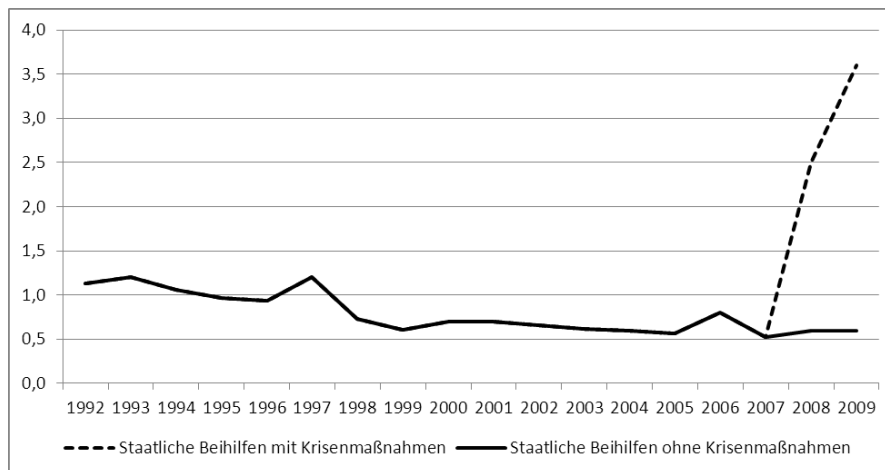
2. Staatliche Beihilfenkontrolle in Zeiten der Finanzkrise

Das Ziel der staatlichen Beihilfenkontrolle besteht darin, einen schädlichen Subventionswettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten und damit eine Verzerrung des Leistungswettbewerbs im europäischen Binnenmarkt zu verhindern (vgl. im Einzelnen Wagoner/Eger 2009, 417 ff.). Da staatliche Beihilfen aber auch dazu dienen können, bestimmte Formen des Marktversagens zu korrigieren, formuliert das Unionsrecht kein generelles Beihilfeverbot, sondern lässt eine Reihe von Ausnahmen zu. Artikel 107 Abs. 1 AEUV¹ verbietet grundsätzlich staatliche Beihilfen, die den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen, soweit sie den Handel zwischen den Mitgliedstaaten beeinträchtigen. Von diesem grundsätzlichen Verbot gibt es eine Reihe von Ausnahmen (Artikel 107 Abs. 2 und 3 AEUV). Wesentlich für die Rechtfertigung der umfangreichen Beihilfen an Banken ist Artikel 107 Abs. 3 lit. b AEUV, wonach „Beihilfen zur Behebung einer beträchtlichen Störung im Wirtschaftsleben eines Mitgliedstaats“ zulässig sind.

Die staatliche Beihilfenkontrolle durch die Europäische Kommission erscheint durchaus erfolgreich. Sieht man einmal von den aktuellen Beihilfen ab, die von den Regierungen der europäischen Mitgliedstaaten in den letzten Jahren im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise gewährt wurden, so halbierte sich der Anteil staatlicher Beihilfen am Bruttoinlandsprodukt von 1992 bis heute auf ca. 0,5 %. (Abbildung 1). Als sich die internationale Finanzkrise im Herbst 2008 zuspitzte, kam es zunächst zu Spannungen zwischen den Regierungen der europäischen Mitgliedstaaten, die ihren angeschlagenen Banken (aber auch anderen Unternehmen) schnell mit umfangreichen staatlichen Beihilfen aller Art unter die Arme greifen wollten, und der zuständigen EU-Wettbewerbskommissarin Neelie Kroes, die auf einer Durchsetzung der Regeln der Beihilfenkontrolle beharrte. Angesichts der Schwere der Krise hat die Europäische Kommission schließlich die Beurteilungskriterien für Beihilfen mehrfach modifiziert und organisatorische Vorkehrungen getroffen, die eine schnelle Genehmigung von krisenbedingten Beihilfen erlaubten (Zimmer/Blaschczok 2010; Europäische Kommission 2010). Dadurch erhöhte sich der Anteil von staatlichen Beihilfen am Bruttoinlandsprodukt drastisch auf über 2 % (Abbildung 1).

¹ Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Hierbei handelt es sich um einen Teilvertrag des Vertrages von Lissabon, der aus dem EG-Vertrag hervorgegangen und am 1. Dezember 2009 in Kraft getreten ist. Die Nummerierung wurde gegenüber dem bisher gültigen EG-Vertrag verändert (Ex-Artikel 87 Abs. 1 EG-Vertrag).

Abbildung 1: Gesamtbeihilfevolumen in der EU in Prozent des BIP



Quelle: Europäische Kommission, Anzeiger für staatliche Beihilfen, Herbstausgabe 2010.

Zwischen Oktober 2008 und dem 31. März 2010 fasste die Europäische Kommission 161 Beschlüsse für den Finanzsektor. Dabei genehmigte sie nationale Regelungen (wie Garantierahmen, Kapitalmaßnahmen, Liquiditäts- und Entlastungsmaßnahmen) und Ad-hoc-Maßnahmen in einem Umfang von über 4,1 Billionen Euro; das sind mehr als 30 % des Bruttoinlandsprodukts der Europäischen Union. Obwohl der weitaus größte Teil dieser Maßnahmen Garantien betraf, die nicht unmittelbar ausgabewirksam waren und möglicherweise niemals ausgabewirksam werden, erreichten die maximal zugesagten und durch die Europäische Kommission genehmigten Beihilfen damit ein dramatisches, bisher unbekanntes Ausmaß. Im Jahre 2009 betrug der Anteil der tatsächlich in Anspruch genommenen krisenbedingten Beihilfen etwa 3 % des Bruttoinlandsprodukts.

Die Kommission hat zum einen ganze Bankenrettungspakete genehmigt, aus denen einzelne Beihilfen ohne weitere Prüfung gewährt werden konnten. Zum anderen wurde zusätzlich eine Vielzahl von Einzelbeihilfen für jeweils bestimmte Banken genehmigt. Das Ausmaß der verschiedenen Arten von genehmigten Staatsbeihilfen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union ist aus Tabelle 1 ersichtlich. So wurden beispielsweise der Bundesrepublik Deutschland bis zum 31. März 2010 ein Garantierahmen in Höhe von 400 Mrd. Euro, Kapitalmaßnahmen in Höhe von 80 Mrd. Euro und Ad-hoc-Maßnahmen (insbesondere zur Unterstützung der betroffenen Landesbanken) in Höhe von 107,6 Mrd. Euro genehmigt. Auf dieser Rechtsgrundlage gewährte der Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) einzelnen Banken einen Garantierahmen bzw. unterstützte Banken nach bestimmten Kriterien durch Kapitalmaßnahmen, teilweise wurden Banken aber auch durch Ad-hoc-Maßnahmen unterstützt. Während sich die Kommission bei der Genehmigung von Beihilfen an solche Banken, die durch die außergewöhnlichen Umstände der internationalen Finanzkrise vorübergehend in Schwierigkeiten geraten waren, sehr flexibel zeigte, forderte sie bei der Genehmigung von Beihilfen an Banken mit „hausgemachten“ Strukturproblemen häufig Maßnahmen zum Ausgleich von Wettbewerbsverzerrungen, wie beispielsweise die Begrenzung von Managervergütungen bis hin zu Veräußerungen von Geschäftsbereichen oder zwangsweisen Reduktionen der Bilanzsumme (vgl. zu einer kritischen Würdigung Zimmer/Blaschczok 2010). Tabelle 2 zeigt, welche deutschen Banken durch die verschiedenen Maßnahmen unterstützt werden.

Tabelle 1: Staatsbeihilfen an Banken, genehmigt bis zum 31. März 2010

Art der Maßnahme Land	Garantie rahmen	Kapitalmaß nahmen	Liquiditäts maß- nahmen	Entlastungs- maßnahmen	Ad-hoc- Maßnahmen
Belgien					274
Dänemark	580	13,4			6,3
Deutschland	400	80		x	107,6
Irland	376			54	25,6
Griechenland	15	5	8		
Spanien	200	99	30		
Frankreich	265	23,5			62,2
Italien	n.a.	20			
Zypern	3				
Lettland	4,3				3,3
Luxemburg					7,3
Ungarn	5,3	1,1	3,9	0,0	
Niederlande	200				56,2
Österreich	75	15		x	0,5
Polen	4,6	4,6			
Portugal	16	4			0,5
Slowenien	12		x		
Finnland	50	4			n.a.
Schweden	156	4,7			0,5
Großbritannien	382	62,8			406
Gesamt EU-27	2747	338	41,9	54	950

*Quelle: Bericht der Kommission. Anzeiger für staatliche Beihilfen.
Frühjahrsausgabe 2010, 15.*

Tabelle 2: Stabilisierungsmaßnahmen des SoFFin

Gewährte Garantierahmen in Mrd. Euro		Kapitalmaßnahmen in Mrd. Euro	
Areal Bank	4,0	Areal Bank	0,38
Bayern LB	4,73	Commerzbank AG	18,2
Commerzbank AG	5,0	Hypo Real Estate Holding AG	7,7
Corealcredit Bank AG	0,5	WestLB AG	3,0
FMS Wertmanagement (Am 1.10.2010 von der Deutschen Pfandbriefbank AG (HRE) übernommen)	100,48		
Düsseldorfer Hypothesenbank	2,4		
HSH Nordbank AG	17,0		
IKB Deutsche Industriebank AG	9,8		
Sicherungseinrichtungs- gesellschaft deutscher Banken mbH	5,4		
Insgesamt	149,31	Insgesamt	29,28

Quelle: SoFFin, Stand: 30. November 2010

Es wird deutlich, dass die deutschen sowie die anderen europäischen Banken eine staatliche Unterstützung in bisher unbekanntem Ausmaß erhalten. Aus den kaum fassbaren Milliardenbeträgen, die aus den Tabellen 1 und 2 zu entnehmen sind, lässt sich allerdings nicht ersehen, wie stark der Steuerzahler letztendlich tatsächlich belastet wird.

Beginnen wir mit dem Garantierahmen: Aus Tabelle 1 geht hervor, dass die Europäische Kommission der Bundesrepublik Deutschland einen Garantierahmen in Höhe von 400 Mrd. Euro genehmigte, d. h. die Bundesregierung ist ermächtigt, von der Finanzkrise betroffenen Banken nach bestimmten Kriterien Garantien zu gewähren. Bis zum 30. September 2010 wurde deutschen Banken über den SoFFin ein Garantierahmen von insgesamt 174,58 Mrd. Euro gewährt, davon erhielt allein die Hypo Real Estate Garantiezusagen in Höhe von 123,98 Mrd. Euro. Im günstigsten Fall schaffen diese umfangreichen Garantien wieder Vertrauen, stabilisieren den Finanzsektor und müssen nie eingelöst werden. Der Staat verdient sogar an den entsprechenden Gebühren. Im ungünstigsten Fall muss der Staat die Garantien ganz oder teilweise einlösen, was mit beträchtlichen Belastungen des öffentlichen Haushalts verbunden wäre. Werden die Garantien tatsächlich in Anspruch genommen, so ist das Bundesministerium der Finanzen ermächtigt, entsprechende Kredite aufzunehmen. Es wird erwartet, dass der durch Ausfälle bedingte Kreditbedarf 20 Mrd. Euro nicht übersteigt.

Kapitalmaßnahmen wurden der Bundesrepublik Deutschland bis zu einer Höhe von 80 Mrd. Euro genehmigt. Davon wurden bis zum 30. September 2010 29,3 Mrd. Euro über den SoFFin eingesetzt, den Löwenanteil erhielt die Commerzbank mit 18,2 Mrd. Euro. Die tatsächliche Belastung für den Steuerzahler wird sich auch hier erst später zeigen. Im günstigsten Fall stabilisieren sich die Banken wieder und der SoFFin kann die entsprechenden Anteile mit Gewinn verkaufen. Im ungünstigsten Fall sinken die Kurse der Anteile drastisch und die Kapitalbeteiligungen müssen abgeschrieben werden.

3. Staatsverschuldung in der Finanzkrise

3.1. Das Ausmaß der Staatsverschuldung in ausgewählten Mitgliedstaaten und ihre Ursachen

Wie bereits aus Abbildung 1 deutlich wurde, führte die Finanzkrise seit 2007 zu einem drastischen Anstieg der staatlichen Beihilfen und damit auch zu einer Erhöhung der Staatsverschuldung, die teilweise bedrohliche Ausmaße angenommen hat. Aus Tabelle 3 wird deutlich, dass sich die laufenden Haushaltsdefizite und der staatliche Schuldenstand relativ zum Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt aller Mitgliedstaaten der EU beträchtlich erhöhten und inzwischen deutlich über den vereinbarten Referenzwerten liegen. Besonders gebeutelt sind Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien, die gelegentlich mit dem wenig schmeichelhaften Akronym „PIIGS-Staaten“² versehen werden, aber auch Deutschland liegt klar über den Referenzwerten, wenngleich deutlich moderater als manche anderen.

Tabelle 3: Entwicklung der Staatsverschuldung ausgewählter Mitgliedstaaten

	Haushaltsdefizit in Prozent des BIP (Referenzwert: -3,0 %)				Gesamtschulden in Prozent des BIP (Referenzwert: 60 %)			
	2007	2008	2009	2010 ^a	2007	2008	2009	2010 ^a
Deutschland	+0,3	+0,1	-3,0	-3,7	64,9	66,3	73,4	75,7
Portugal	-2,8	-2,9	-9,3	-7,3	62,7	65,3	76,1	82,8
Irland	0,0	-7,3	-14,4	-32,3	25,0	44,3	65,5	97,4
Italien	-1,5	-2,7	-5,3	-5,0	103,6	106,3	116,0	118,9
Griechenland	-6,4	-9,4	-15,4	-9,6	105,0	110,3	126,8	140,2
Spanien	+1,9	-4,2	-11,1	-9,3	36,1	39,8	53,2	64,4
Eurozone	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	66,2	69,8	79,2	84,1
EU-27	-0,9	-2,3	-6,8	-6,8	58,8	61,8	74,0	79,1

a: Schätzung: European Commission: European Economic Forecast, Autumn 2010.

Quelle: Eurostat, Datensätze "Öffentlicher Schuldenstand" und "Defizit/Überschuss des Staates", Stand: 07.12.2010

Um zu verhindern, dass sich die in ihrer Fiskalpolitik grundsätzlich autonomen Mitglieder der Eurozone übermäßig verschulden und damit die auf Preisstabilität gerichtete Politik der Europäischen Zentralbank unterminieren, wurden bereits im Vertrag von Maastricht zwei Sicherungen vorgesehen:

² Italien befindet sich nicht in einer aktuellen Krise, ist aber wegen der hohen Staatsverschuldung potentiell gefährdet.

Zum einen überwacht gemäß Art. 126 AEUV (ex Art. 104 EG) sowie dem Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit die Kommission die Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten anhand von zwei Referenzwerten. Der Anteil des öffentlichen Haushaltsdefizits am Bruttoinlandsprodukt soll 3 % nicht dauerhaft überschreiten und der Anteil des öffentlichen Schuldenstandes am Bruttoinlandsprodukt soll 60 % nicht dauerhaft überschreiten. Stellt die Kommission anhand dieser Referenzwerte ein übermäßiges Defizit fest, so informiert sie den Ministerrat, der ein Defizitverfahren eröffnen kann, welches im ungünstigsten Fall für den Mitgliedstaat zu Sanktionen führen kann, in der Praxis aber noch nie zu solchen geführt hat. Da die Vorschriften dieses Artikels teilweise unpräzise und interpretationsbedürftig waren, kam es 1997 auf deutschen Druck zu einer Ergänzung dieser Vorschrift durch den sog. „Stabilitäts- und Wachstumspakt“ (vgl. hierzu ausführlich Hentschelmann 2009). Dieser besteht aus einer Entschließung des Europäischen Rates sowie zwei Verordnungen des Ministerrates, welche die Vermeidung übermäßiger Defizite durch Überwachung ex ante („präventiver Arm“) und die Durchsetzung des Defizitverfahrens ex post („korrektiver Arm“) regeln. Die disziplinierende Wirkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts ließ allerdings bisher zu wünschen übrig. Es wurden zwar eine ganze Reihe von Defizitverfahren eingeleitet. Diese verliefen allerdings im Sand und zogen keine Sanktionen für die betroffenen Mitgliedstaaten nach sich (Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 02.05.2010, 41). Bedenkt man, dass die Verantwortung für das Defizitverfahren beim Ministerrat liegt, also beim „Club der Finanzminister“ der Mitgliedstaaten, so ist es nicht verwunderlich, dass sich dieses Verfahren als zahnloser Papiertiger erwiesen hat – insbesondere in Zeiten, in denen fast alle Mitgliedstaaten die Referenzwerte überschreiten. Hier wurde der Bock zum Gärtner gemacht. Es passt auch in dieses Bild, dass 2005 der Stabilitäts- und Wachstumspakt auf Initiative Deutschlands und Frankreichs durch Zulassung von mehr Ausnahmen und längeren Anpassungsfristen wieder gelockert wurde, nachdem beide Länder in zwei aufeinanderfolgenden Jahren übermäßige Defizite ausgewiesen hatten (Wagener/Eger 2009, 675 ff.).

Zum anderen wurde im Vertrag von Maastricht ein Beistandsverbot („No-Bailout-Clause“) vereinbart. Art. 125 AEUV (ex Art. 103 EG) schließt die Haftung der Union sowie der Mitgliedstaaten für finanzielle Verpflichtungen einzelner Mitgliedstaaten aus: „Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderer öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein...“ (Art. 125 Abs. 1 S. 1). Gerät ein Mitgliedstaat in eine ausweglose Situation, so lässt der Vertrag zwei Ausnahmen vom Beistandsverbot zu. Die erste Ausnahme betrifft allerdings nur Mitgliedstaaten, die nicht der Eurozone angehören: Gemäß Art. 143 AEUV ist eine Unterstützung von Mitgliedstaaten mit Zahlungsbilanz- und Devisenproblemen vorgesehen, sofern diese geeignet sind, „...insbesondere das Funktionieren des Binnenmarktes oder die Verwirklichung der gemeinsamen Handelspolitik zu gefährden...“ (Abs. 1 S. 1). Die zweite Ausnahme betrifft alle Mitgliedstaaten: gemäß Art. 122 AEUV (ex Art. 100 EG) ist ein finanzieller Beistand zulässig, wenn „...ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht [ist]...“ (Abs. 2 S. 1).

Zu beachten ist, dass gemäß Art. 123 AEUV (ex Art. 101 EG) ein generelles Verbot des Beistands durch die Europäische Zentralbank besteht. Danach sind der Europäischen Zentralbank sowohl die Kreditvergabe an öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten als auch der unmittel-

bare Erwerb von öffentlichen Schuldtiteln verboten. Dies betrifft nicht den (mittelbaren) Erwerb von öffentlichen Anleihen auf Sekundärmärkten.

Bei allen Unterschieden im Detail gibt es doch gewisse Gemeinsamkeiten zwischen den „Problemstaaten“ Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien. Wie aus Tabelle 4 hervorgeht, sind alle diese Staaten durch beträchtliche Leistungsbilanzdefizite und vergleichsweise hohe Inflationsraten gekennzeichnet.

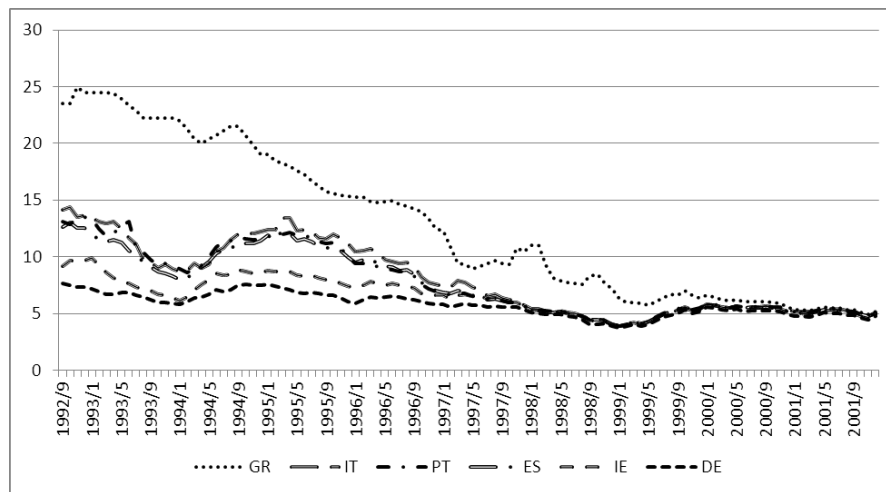
Tabelle 4: Wettbewerbsfähigkeit ausgewählter Mitgliedstaaten

	<i>Haushalts- defizit (% des BIP)</i>	<i>Gesamt- schulden (% des BIP)</i>	<i>Leistungs- bilanz- defizit (% des BIP)</i>	<i>Inflation (%)</i>	<i>% des BIP am EU-BIP</i>
	2009	2009	Ø 2006- 2009	Ø 2001- 2009	2009
<i>Deutschland</i>	-3,0 %	73,4 %	5,7 %	1,5 %	19,8 %
<i>Portugal</i>	-9,3 %	76,1 %	-10,4 %	2,4 %	1,3 %
<i>Irland</i>	-14,4 %	65,5 %	-3,9 %	2,4 %	1,6 %
<i>Italien</i>	-5,3 %	116,0 %	-2,7 %	2,1 %	12,6 %
<i>Griechen- land</i>	-15,4 %	126,8 %	-12,4 %	2,9 %	2,0 %
<i>Spanien</i>	-11,1 %	53,2 %	-8,7 %	2,6 %	8,8 %

Quelle: Eurostat, Stand: 07.12.2010

Mit der Einführung des Euros hatten diese ehemaligen „Weichwährungsländer“ den Vorteil, dass sie sich plötzlich auf den internationalen Finanzmärkten zu den gleichen Bedingungen verschulden konnten wie die ehemaligen „Hartwährungsländer“ der Eurozone. Abbildung 2a zeigt sehr deutlich, dass zu Beginn der 1990er Jahre die Renditen zehnjähriger portugiesischer, italienischer und spanischer Staatsanleihen etwa doppelt so hoch und die Renditen griechischer Staatsanleihen etwa dreimal so hoch wie die Rendite entsprechender deutscher Staatsanleihen war. Diese Unterschiede sind als Prämien für das Währungsrisiko zu interpretieren. Ein Anleger, der eine beträchtliche Abwertung der griechischen Drachme gegenüber der deutschen DM erwartete, war nur bereit, griechische statt deutscher Anleihen zu kaufen, wenn das Währungsrisiko durch einen entsprechenden Risikozuschlag ausgeglichen wurde. Mit der Einführung des Euros verschwand dieses Wechselkursrisiko für die Länder der Eurozone. Da die Anleger mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit damit rechneten, dass die Regierungen dieser Länder ihre Schulden begleichen werden, konvergierten die Renditen der Staatsanleihen dieser Länder und stabilisierten sich auf niedrigem Niveau (Abbildung 2a).

Abbildung 2a: Entwicklung der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (1992-2001)



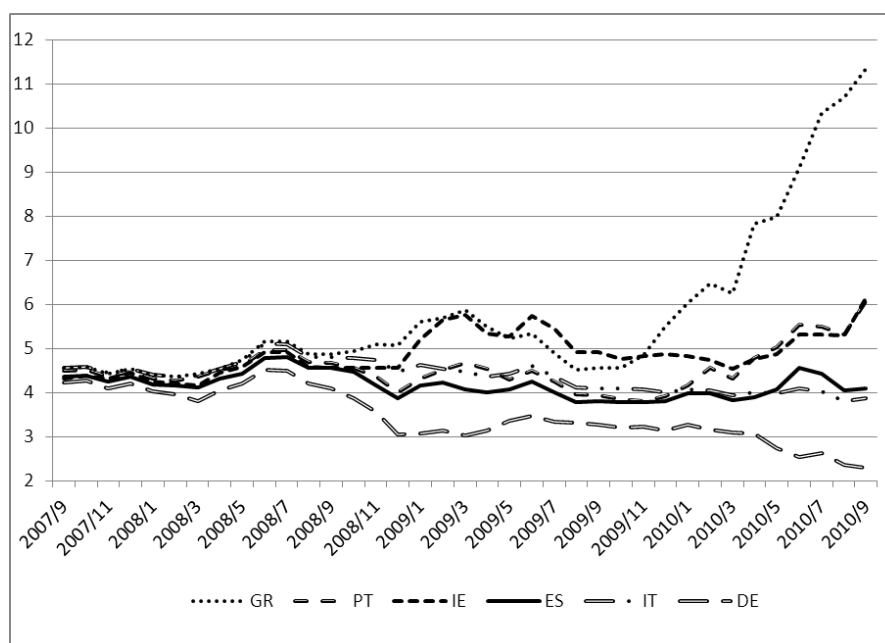
Quelle: Eurostat, Stand: 14.10.2010

Bis 2008 wurden somit alle Länder der Eurozone von Kreditgebern und Anlegern über einen Kamm geschert. Ob man sein Geld dem deutschen, französischen, portugiesischen oder griechischen Staat lieh, machte letztlich keinen Unterschied. Die „gefühlten Risiken“ waren identisch. Da die Nominalzinssätze für alle Staaten der Eurozone gleich waren, waren die Realzinssätze umso niedriger, je höher die Inflationsrate war. Damit hatten private und öffentliche Haushalte einen starken Anreiz sich zu verschulden, ohne dass sich dies in verschlechterten Kreditbedingungen niederschlug. Diese mangelnde Disziplinierung führte letztlich zu steigenden Löhnen, Güter- und Immobilienpreisen sowie zu steigenden Leistungsbilanzdefiziten, die wiederum durch steigende Schulden alimentiert wurden.

Nach den Erschütterungen durch die Finanz- und Verschuldenskrise begann der Weg in die „Euro-Krise“ im Oktober 2009, als der griechische Finanzminister bekanntgab, dass die Staatsverschuldung wesentlich höher war als bisher wahrgenommen (vgl. Konrad/Zschäpitz 2010, 47 ff.). Jahrelang war das Ausmaß der Staatsverschuldung Griechenlands durch „kosmetische Statistik“ verharmlost worden. Plötzlich schien keinesfalls mehr sicher zu sein, dass der griechische Staat in der Lage sein wird, seine Schulden zurückzuzahlen. Dies löste die Befürchtung aus, dass sich aufgrund der finanziellen Verflechtungen der Staaten untereinander die griechischen Probleme auf andere Staaten der Eurozone übertragen könnten. Bereits seit Anfang 2009 haben die großen Ratingagenturen (insbesondere „Standard&Poor’s“, „Moody’s“ und „Fitch“) das Rating der Anleihen der „PIIGS-Staaten“ mehrfach herabgestuft (vgl. auch Konrad/Zschäpitz 2010, 120 ff.). Durch diese Ratings wird die Ausfallwahrscheinlichkeit eingeschätzt, d. h. die Wahrscheinlichkeit, dass der Schuldner nicht in der Lage ist, pünktlich die Zinsen zu zahlen und die Schuld am Ende der Laufzeit vollständig zu tilgen. Das erhöhte wahrgenommene Ausfallrisiko spiegelte sich letztlich in einer zunehmenden Divergenz der Renditen für zehnjährige Staatsanleihen wider. Für griechische Staatsanleihen waren plötzlich Risikozuschläge von fast 10 % fällig, und auch für Anleihen der anderen „PIIGS-Staaten“ gab es zeitweise deftige Risikozuschläge (Abbildung 2b). Entsprechend vervielfachten sich seitdem die Prämien für Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps – CDS) dieser Staaten (vgl. etwa Wirtschaftswoche vom 21. Juni 2010, 18). Durch diese CDS

kann sich der Besitzer einer Staatsanleihe gegen einen Ausfall der Anleihe bei entsprechenden Banken oder Versicherungen versichern (vgl. im Einzelnen Konrad/Zschäpitz 2010, 113 ff.; Sinn 2010, 257 ff.). Die Prämie für jeden dieser Versicherungsverträge reflektiert letztlich das durch die Marktparteien wahrgenommene Länderrisiko. Es ist somit nicht überraschend, dass sich die Renditen der Staatsanleihen und die CDS-Prämien weitgehend parallel entwickeln. Ein Problem mit Kreditausfallversicherungen kann dadurch entstehen, dass sich die Anreize der durch die Versicherung Begünstigten verändern. Durch die Versicherung wird dem Gläubiger das Schicksal des Schuldners gleichgültig. Die Bereitschaft, sich konstruktiv an Umschuldungsverhandlungen zu beteiligen, lässt nach. Es kann sogar ein Interesse am Bankrott eines Staates bestehen, wenn es vorteilhafter ist, die Versicherungssumme zu kassieren, als sich an Umschuldungsverhandlungen zu beteiligen, deren Ausgang ungewiss ist. Diese verzerrten Anreize sind insbesondere bei Anlegern wahrscheinlich, die CDS-Kontrakte kaufen, ohne die dadurch abgesicherten Staatsanleihen zu besitzen. Es gibt allerdings keine klaren Hinweise darauf, dass die Entwicklung der Prämien auf derartige spekulative Marktmanipulationen („Wetten gegen Staatsanleihen“) zurückzuführen ist.

Abbildung 2b: Entwicklung der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (2007-2010)



Quelle: Eurostat, Stand: 14.10.2010

Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, führten die großen Probleme einiger Staaten der Eurozone und die befürchtete Ansteckung anderer Euro-Staaten letztlich zu einer starken Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar. Dabei ist allerdings bemerkenswert, dass der Euro-Kurs seit Beginn der Finanzkrise nie unter den Kurs bei Einführung des Euro fiel. Es gibt keinen Grund dafür, die aktuelle Krise als eine Währungskrise zu interpretieren (vgl. auch Fuest/Franz/Hellwig/Sinn 2010).

Abbildung 3: Entwicklung des Wechselkurses des Euro: USD/EUR



Quelle: EZB, Stand 18.10.2010

3.2. Mögliche Auswege aus der Verschuldungskrise

Die Mitgliedstaaten der Europäischen Union haben sich nach kontroversen Diskussionen auf ein gemeinsames Vorgehen geeinigt. Die Kontroverse, wie man in Zukunft mit dem Problem übermäßiger Staatsverschuldung umgeht, ist allerdings noch in vollem Gang. Bevor wir uns dem bisher erzielten Kompromiss widmen, sollen einige Lösungskonzepte, die in diesem Zusammenhang vorgeschlagen wurden, diskutiert werden. Es wird dabei deutlich werden, dass es keine einfachen Lösungsrezepte gibt, sondern dass jede denkbare Lösung mit beträchtlichen wirtschaftlichen und politischen Risiken verbunden ist.

Marktdisziplin und Staatsbankrott

Beginnen wir mit der Frage, ob für die Staatengemeinschaft überhaupt ein Handlungsbedarf entsteht, wenn einzelne Staaten sich stärker verschulden, als es ihre Wirtschaftskraft erlaubt. Wie ein Blick in die Wirtschaftsgeschichte zeigt, ist es keine Seltenheit, dass Staaten nicht in der Lage sind, ihre Schulden wie vereinbart zu verzinsen und zu tilgen (Reinhart/Rogoff 2009). Hat sich ein Staat finanziell übernommen, so entsteht zunächst einmal ein Problem zwischen einem Schuldner und seinen Gläubigern. Unter diesem Gesichtspunkt unterscheidet sich die Staatsverschuldung nicht von der privaten Verschuldung. In zweierlei Hinsicht gibt es allerdings bemerkenswerte Unterschiede zwischen staatlicher und privater Insolvenz. Zum einen können Staaten, anders als privatwirtschaftliche Unternehmen, nicht liquidiert werden. Diese Aussage gilt zumindest faktisch und solange die Staatengemeinschaft militärische Gewalt als Mittel der Schuldeneintreibung ablehnt. Zum anderen gibt es bis heute kein geordnetes Vergleichsverfahren zur Umschuldung überschuldeter Staaten.³ Umschuldungsverhandlungen werden auf wenig transparente Weise bei staatlichen Gläubigern (Entwicklungshilfekredite, garantierte Handelskredite, Kredite internationaler Organisationen) im Pariser Club und bei privaten Gläubigern (Bankkredite) im Londoner Club organisiert. Für die zunehmende Anzahl von Staatsanleihen gibt es überhaupt kein geordnetes Verfahren. Hier gewinnen seit einigen Jahren sogenannten „Collective Action Clauses (CAC)“ an Bedeutung, die unter bestimmten Umständen Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger vertraglich vor-

³ Der Vorschlag von Anne O. Krueger, der damaligen stellvertretenden Generalsekretärin des Internationalen Währungsfonds, konnte sich nicht durchsetzen (Krueger 2001).

sehen (Häseler 2009. Näheres zum Problem des Staatsbankrotts findet sich bei Paulus 2009, Schäfer 2010 und Konrad/Zschäpitz 2010.)

Der große Vorteil des Verzichts auf Beistand durch die Staatengemeinschaft besteht in der disziplinierenden Wirkung auf Schuldner und Gläubiger. Die Gläubiger haben einen starken Anreiz, sich vorher genau zu überlegen, welchem Staat sie ihr Geld leihen, weil sie sich unterschiedlichen Ausfallrisiken gegenübersehen. Die Schuldnerstaaten haben einen starken Anreiz, sich vorher genau zu überlegen, ob sie die aufgenommenen Kredite werden zurückzahlen können, weil ein Zahlungsverzug oder gar ein Zahlungsausfall die Bedingungen zukünftiger Kreditaufnahme verschlechtern wird. Tatsächlich hat sich gezeigt, dass die Finanzmärkte sehr schnell auf die veränderte Situation reagierten. Wie aus Abbildung 2b zu ersehen ist, sahen sich die einzelnen Mitgliedstaaten der EU in Abhängigkeit von ihrem individuellen Insolvenzrisiko differenzierten Konditionen gegenüber, sobald diese Risiken bekannt waren und solange nicht klar war, ob überschuldete Staaten Beistand von der Staatengemeinschaft erwarten konnten. Allerdings konnten sich die Staaten der Eurozone nicht entschließen, auf Beistand zu verzichten und auf die Disziplinierung durch die Finanzmärkte zu vertrauen. Ein Verzicht auf Beistand hätte zur Folge, dass die Gläubiger der betroffenen Länder starke Abschreibungen auf ihre Forderungen hinnehmen müssten. Wer sind die Gläubiger, um die es hier geht? Es handelt sich insbesondere um französische und deutsche, in etwas geringerem Maße auch um britische und niederländische Banken (Tabelle 5). Beistand für die überschuldeten Mitgliedstaaten ist somit gleichbedeutend mit Beistand für die eigenen Banken. Oder anders formuliert: Ein Verzicht auf Beistand könnte wiederum umfangreiche Rettungspakete für die dadurch notleidend gewordenen Banken nach sich ziehen.

Tabelle 5: Forderungen der Banken in ausgewählten Gläubigerstaaten gegenüber Schuldnern in den „PIIGS-Staaten“ (in Mrd. Euro)^a

	Griechenland	Italien	Irland	Portugal	Spanien
Frankreich	44	341	41	34	132
Deutschland	30	125	113	30	148
USA	6	26	56	3	38
Großbritannien	10	54	121	18	90
Niederlande	4	35	17	4	59
Schweiz	2	9	14	2	10
Sonstige	48	327	233	100	236
Summe	143	919	596	191	714

a: umgerechnet von Dollar in Euro gem. Wechselkurs vom 30.06.2010:
1 EUR = 1,2271 US \$.

Quelle: Bank for International Settlements, Quarterly Review, Dezember 2010, Tabelle 9B, Stand: Ende Juni 2010

Griechenland verlässt die Eurozone

Obwohl ein Ausschluss aus der Eurozone vertraglich nicht vorgesehen ist, wird genau dies von einigen Ökonomen als Ausweg aus der Krise vorgeschlagen (vgl. etwa Starbatty in der Wirtschaftswoche vom 17. Mai 2010, 42). Wie weiter oben gezeigt wurde (siehe Tabelle 4), ist eine hohe Staatsverschuldung insbesondere dann problematisch, wenn sie mit einer man-

gelden Wettbewerbsfähigkeit des entsprechenden Staates einhergeht. Griechenland hatte in den letzten Jahren nicht nur eine hohe Inflationsrate (fast doppelt so hoch wie in Deutschland) sondern auch, damit zusammenhängend, ein hohes und steigendes Leistungsbilanzdefizit zu verzeichnen. Ein Ausstieg Griechenlands aus der Währungsunion und eine Wiedereinführung der Drachme hätten unter diesen Bedingungen eine starke Abwertung der Drachme gegenüber dem Euro zur Folge. Dies würde die Importe verteuern (und damit verringern) und die Exporte in ausländischer Währung verbilligen (und damit steigern). Die internationale Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands könnte dadurch nachhaltig verbessert werden. Ein gravierendes Problem eines Ausstiegs Griechenlands aus der Währungsunion besteht allerdings darin, dass sich kurzfristig die Schuldenprobleme Griechenlands drastisch verschärfen würden. Eine starke Abwertung der Drachme gegenüber dem Euro hätte zur Folge, dass sich die jährlichen Zinszahlungen auf in Euro lautende Anleihen sowie deren Tilgung bei Fälligkeit in Drachmen gerechnet drastisch erhöhen würden. Kurzfristig müssten somit die Griechen einen größeren Teil ihres Bruttoinlandsprodukts für den Schuldendienst aufbringen als ohne Währungsreform.

Hilfen durch den Internationalen Währungsfonds (IWF)

Da ein Beistand durch die Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit gewissen rechtlichen Problemen verbunden war (Beistandsverbot nach Art. 125 AEUV), wurde von einigen Politikern der IWF ins Spiel gebracht. Schließlich hat diese Institution langjährige Erfahrungen mit zinsgünstigen Darlehen, die an bestimmte Auflagen gebunden sind. Es ist allerdings bis heute unter Ökonomen umstritten, inwieweit diese Kredite tatsächlich erfolgreich waren (vgl. zum Folgenden etwa Dreher 2003, 2006). Zunächst einmal wird bis heute kontrovers diskutiert, ob die Auflagen des Internationalen Währungsfonds immer zielführend waren. Es gibt zumindest eine gewisse empirische Evidenz dafür, dass die IWF-Kredite weniger dazu dienten, Unvollkommenheiten der internationalen Kapitalmärkte auszugleichen, sondern eher als Instrument der Amerikaner und ihrer Verbündeten zu verstehen sind, die eigenen Banken abzusichern und politisches Wohlergehen zu belohnen. Weiterhin gibt es empirische Evidenz dafür, dass die Auflagen, die an die Kreditvergabe geknüpft waren, in der Praxis nur sehr unvollkommen durchgesetzt werden. Schließlich lassen sich durch empirische Studien keine eindeutig positiven Effekte der IWF-Darlehen auf das Wirtschaftswachstum der begünstigten Staaten nachweisen.

Etablierung eines Europäischen Währungsfonds

Anfang Februar 2010 machten Daniel Gros vom „Centre for European Policy Studies“, Brüssel, und Thomas Mayer von der Deutschen Bank, London, den Vorschlag, einen Europäischen Währungsfonds einzurichten (Gros/Mayer 2010). Die Grundidee besteht darin, eine Art „kleinen Bruder“ des IWF auf europäischer Ebene zu schaffen. Dieser Fonds soll sich aus Beiträgen der Mitgliedstaaten speisen, deren Höhe mit dem Grad des Verstoßes gegen die Haushaltsdisziplin steigen soll. Darüber hinaus soll es dem Fonds auch gestattet sein, sich im Bedarfsfall auf den Finanzmärkten Geld zu leihen. Im Krisenfall soll dieser Fonds notleidenden Mitgliedstaaten mit Darlehen und Garantien helfen, die an Auflagen gebunden sind. Darüber hinaus ist daran gedacht, über den Fonds ein geordnetes Insolvenzverfahren für Staaten zu organisieren.

Diese Idee wurde von einer Reihe von Politikern durchaus positiv aufgenommen. So machte sich beispielsweise im März 2010 Finanzminister Schäuble diesen Vorschlag zu Eigen und stieß damit auch bei der Europäischen Kommission auf Wohlwollen. Dagegen stehen viele Ökonomen einem Europäischen Währungsfonds skeptisch gegenüber, weil dadurch das Beistandsverbot des Artikels 125 AEUV endgültig Makulatur würde.

3.3. Griechenlandhilfe und Euro-Rettungsschirm

Im Frühjahr 2010 wurde sehr schnell deutlich, dass sich Griechenland in der Klemme befand. Griechenland benötigte dringend Geld, um die im April und Mai fälligen Zins- und Tilgungszahlungen von jeweils über 10 Mrd. Euro leisten zu können. Als Anfang Mai das Rating griechischer Staatsanleihen durch Standard&Poor's um drei Stufen auf BB+ zurückgestuft und damit der Status von „Schrott-Anleihe“ erreicht worden war, musste schnell gehandelt werden. In komplizierten Verhandlungen zwischen Griechenland, den anderen Euro-Staaten und dem Internationalen Währungsfonds einigte man sich schließlich darauf, Griechenland für drei Jahre Kredite im Umfang von bis zu 110 Mrd. Euro zur Verfügung zu stellen. Davon sollen bis zu 80 Mrd. Euro durch die Staaten der Eurozone (Deutschlands Anteil: bis zu 22,4 Mrd. Euro) und bis zu 30 Mrd. Euro durch den Internationalen Währungsfonds bereitgestellt werden (Der Spiegel vom 12. Juli 2010, 71). Im Gegenzug verpflichtet sich Griechenland dazu, in dieser Zeit den Staatshaushalt zu konsolidieren. In Deutschland erhielt die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) staatliche Bürgschaften, um die für Griechenland vorgesehenen Kreditlinien abzusichern. Gegen dieses Hilfspaket haben fünf Kläger, darunter die Ökonomen Wilhelm Hankel und Joachim Starbatty sowie der Jurist Karl Albrecht Schachtschneider, die bereits gegen den Vertrag von Maastricht geklagt hatten, Verfassungsbeschwerde eingereicht (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 08. Mai 2010, 14).

Zur gleichen Zeit waren auch andere Staaten der Eurozone unter Druck geraten. Anfang Mai wurden Portugal und Spanien durch mehrere Ratingagenturen herabgestuft, und die Risikozuschläge auf Staatsanleihen aus den „PIIGS-Staaten“ stiegen deutlich an. Um ein Ausbreiten der Verschuldenskrisen in der Eurozone zu vermeiden, beschloss man kurz nach der Genehmigung der Griechenlandhilfe zusätzlich für die Dauer von vorläufig drei Jahren einen gewaltigen „Rettungsschirm“ für bedrohte Euro-Staaten im Umfang von 750 Mrd. Euro. Dieser Rettungsschirm besteht aus drei Komponenten. Erstens erhält die Europäische Kommission durch eine neue Verordnung die Möglichkeit, im eigenen Namen Kredite bis zu einer Höhe von 60 Mrd. Euro zur Unterstützung notleidender Mitgliedstaaten aufzunehmen („European Financial Stabilisation Mechanism“). Zweitens gewähren die Staaten der Eurozone Garantien für Kredite von bis zu 440 Mrd. Euro, die im Notfall über die Anfang Juni gegründete Zweckgesellschaft „European Financial Stability Facility“ auf den Kapitalmärkten aufgenommen werden. Der Anteil der Euro-Staaten an den Garantien entspricht deren Anteil am Kapital der Europäischen Zentralbank. Deutschland ist somit zu 28 % an diesen Garantien beteiligt, was einem Betrag von etwa 123 Mrd. Euro entspricht. Drittens wird erwartet, dass sich der Internationale Währungsfonds mit Krediten in Höhe von bis zu 250 Mrd. Euro an den Hilfen beteiligt.

Irland ist der erste Mitgliedstaat, der – nach anfänglichem Zögern – den Rettungsschirm in Anspruch nimmt. Der Grund liegt darin, dass umfangreiche Rettungsmaßnahmen notleidender Banken durch die irische Regierung dazu geführt hatten, dass das für 2010 geschätzte Haushaltsdefizit plötzlich auf über 32 % anstieg. Ende November einigte man sich auf ein Rettungspaket für Irland im Umfang von 85 Mrd. Euro, an welchem die EU mit 45 Mrd. Euro (22,5 Mrd. über den European Financial Stabilisation Mechanism, 17,7 Mrd. über die European Financial Stability Facility sowie 4, 8 Mrd. in Form von bilateralen Krediten seitens des Vereinigten Königreichs, Schwedens und Dänemarks), der Internationale Währungsfonds mit 22,5 Mrd. und der irische Staat selbst mit 17,5 Mrd. Euro beteiligt sind. Es handelt sich bei diesem Rettungspaket um Kredite, die zu günstigeren Konditionen als am Kapitalmarkt vergeben werden, dafür aber mit strengen Sparauflagen verbunden sind (zu den Einzelheiten

siehe „Council implementing decision on granting Union financial assistance to Ireland“, Brussels, 7 December 2010).

Ergänzend zu dem Rettungsschirm beschloss die Europäische Zentralbank am 12. Mai, auf den Sekundärmärkten Staatsanleihen der bedrohten Staaten zur Stützung der Kurse zu kaufen. Dadurch kann einem Steigen der Renditen (und damit der Risikozuschläge) entgegengewirkt werden. Anlässlich dieser Maßnahme brach ein offener Konflikt zwischen EZB-Präsident Trichet und Bundesbankpräsident Weber aus, da letzterer einen Reputationsverlust der EZB als Garant eines stabilen Euro befürchtete (Wirtschaftswoche vom 17. Mai 2010, 19). Tatsächlich hat die EZB seit diesem Beschluss bis Mitte Dezember 2010 für mehr als 72 Mrd. Euro Anleihen der finanzschwachen Euro-Staaten Griechenland, Portugal, Irland und Spanien gekauft, wodurch sie heute einem hohen Verlustrisiko ausgesetzt ist (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 17. Dezember 2010, 1). Als Indiz dafür, dass dieses Risiko ernstgenommen wird, könnte die Entscheidung der EZB interpretiert werden, ihr Grundkapital auf fast das Doppelte zu erhöhen.

Es drängt sich die Frage auf, wie sich diese enorme Unterstützung mit dem Beistandsverbot des Art. 125 AEUV vereinbaren lässt. Wie weiter oben gezeigt wurde, erlaubt Art. 122 Abs. 2 S. 1 AEUV einen Beistand bei „außergewöhnlichen Ereignissen“, die sich „der Kontrolle der Mitgliedstaaten entziehen“. Nun wird man sich schnell darauf einigen können, dass es sich bei der schwersten globalen Wirtschaftskrise seit der Weltwirtschaftskrise vor 80 Jahren um ein „außergewöhnliches Ereignis“ handelt. Größere Schwierigkeiten dürfte der unbefangene Beobachter mit dem zweiten Erfordernis haben, dass sich das Ausmaß der Staatsverschuldung der Kontrolle der Mitgliedstaaten entzieht. Angesichts „geschönter“ Statistiken in Griechenland und einer sorglosen Wirtschaftspolitik aller „PIIGS-Staaten“ unter dem Schleier einer gemeinsamen Währung scheint die aktuelle Verschuldungskrise der am meisten betroffenen Mitgliedstaaten zu einem nicht unerheblichen Teil hausgemacht zu sein.

Um den umfassenden Beistand für überschuldete Euro-Staaten dennoch zu rechtfertigen, wurde auf politischer Ebene häufig argumentiert, dass ein organisierter Angriff von Spekulanten gegen den Euro abgewehrt werden müsse. So befürchtete beispielsweise der französische Staatspräsident Sarkozy „spekulative Attacken auf den Euro“ (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 04. Juni 2010, 17), und der Präsident der BaFin, Jochen Sanio, sprach gar von einem „Angriffskrieg von Spekulanten gegen die Euro-Zone“ (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 07. Mai 2010, 23). Wie ich weiter oben gezeigt habe, wurde insbesondere mit dem Instrument der Kreditausfallversicherung für Spekulanten die Möglichkeit eröffnet, gegen bestimmte Staaten zu wetten und damit eine Abwärtsspirale in Gang zu setzen, die es für die betroffenen Staaten immer schwieriger macht, aus eigener Kraft aus der Verschuldungskrise herauszufinden. Dies funktioniert jedoch nur, wenn ein Staat bereits angeschlagen ist. Es gibt allerdings meiner Kenntnis nach keinen Anhaltspunkt dafür, dass der aktuelle Verfall der Kurse der Staatsanleihen der „PIIGS-Staaten“ tatsächlich auf einen organisierten Angriff von Spekulanten zurückzuführen ist und nicht schlicht und einfach auf die Tatsache, dass den Anlegern immer mehr Details über die fatale wirtschaftliche Lage dieser Staaten bekannt wurden. Insofern scheint mir die Einschätzung des ehemaligen Chefvolkswirts der EZB, Ottmar Issing, näher an der Wahrheit zu liegen: „Ist es Spekulation zu nennen, wenn Pensionsfonds und Lebensversicherungen versuchen, griechische Anleihen abzustoßen, um Schaden von ihren Versicherten abzuwenden? ... Die größte Gefahr von der Spekulationslegende droht dadurch, dass sie den Blick von den wahren Urhebern ablenkt“ (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 28. Mai 2010).

Verändert man die Perspektive und fragt nach den Interessen derjenigen Staaten, die sich besonders stark für einen umfassenden Beistand der überschuldeten Staaten aussprachen, so fällt auf, dass drei französische Politiker, der französische Staatspräsident Sarkozy, der EZB-Präsident Trichet und der IWF-Direktor Strauss-Kahn, schnell die Initiative ergriffen hatten und dass sich die deutschen Politiker schnell anschlossen. Dies ist nicht weiter erstaunlich, wenn man bedenkt, dass die französischen Banken mit über 600 Mrd. Euro am stärksten in Griechenland und den anderen „PIIGS-Staaten“ engagiert sind, dicht gefolgt von den deutschen Banken (Tabelle 5). Ein Staatsbankrott dieser Länder würde also insbesondere die französischen und deutschen Gläubigerbanken treffen. Worum geht es also bei Griechenlandhilfe und Rettungsschirm? Geht es um die Rettung notleidender Nachbarstaaten, geht es um die Rettung des Euro und damit der Staaten der Eurozone, oder geht es um die Rettung der eigenen Banken? Vermutlich liegt die Wahrheit irgendwo dazwischen.

4. Ausblick

Die aktuelle Finanz- und Verschuldungskrise hat sehr deutlich gemacht, worin die Spannung zwischen Wettbewerb und Solidarität in der Europäischen Union und insbesondere in den Ländern der Eurozone besteht. Um zu verhindern, dass sich Schuldner und Gläubiger ex ante zu leichtsinnig verhalten, indem sie sich übermäßig verschulden bzw. ihr Geld in zu risikoreiche Projekte investieren, muss man sie die Konsequenzen von Fehlinvestitionen tragen lassen. Das bedeutet: Wenn ein Investitionsprojekt fehlschlägt, das mit geliehenem Geld finanziert wurde, darf dem Schuldner nicht von dritter Seite geholfen werden, sondern er muss versuchen, mit den Gläubigern eine Umschuldung zu vereinbaren, und im Falle des Scheiterns Bankrott gehen. Dies wird ihm die zukünftige Kreditaufnahme erschweren, was wiederum ex ante eine disziplinierende Wirkung ausübt. Für den Gläubiger hat das zur Konsequenz, dass er damit rechnen muss, seine Geldanlage ganz oder teilweise abzuschreiben. Dies wird ihn ex ante dazu veranlassen, die Risiken der einzelnen Projekte genauer zu kalkulieren bzw. seine Finanzanlagen entsprechend zu streuen („nicht alle Eier in denselben Korb zu legen“). Tritt der Schadensfall aber tatsächlich ein, stellt sich (ex post) die Situation häufig ganz anders dar, insbesondere wenn es sich bei dem Schuldner um einen Staat handelt. Kann man es sich tatsächlich leisten, die Solidarität zu verweigern, wenn man befürchten muss, dass dies zu Unruhen in der Bevölkerung oder einer Depression der Volkswirtschaft führen kann? Kann man es sich leisten, den Gläubiger nicht zu unterstützen und vollständig haften zu lassen, wenn es sich bei ihm um eine große Bank oder Versicherung handelt und man befürchten muss, dass dieser Gläubiger Bankrott geht und dadurch Dominoeffekte in dem gesamten Finanzsektor und darüber hinaus ausgelöst werden?

Im hier diskutierten Fall der Verschuldungskrise in der Europäischen Union kommt zu diesen allgemeinen ökonomischen Anreizproblemen noch hinzu, dass jede Lösung mit einer jeweils spezifischen Kompetenzverteilung zwischen der Europäischen Union (und ihren Institutionen) und den Mitgliedstaaten verbunden ist (vgl. auch die Ausführungen von Konrad/Zschäpitz 2010, 199 ff.). Seit der Verabschiedung des Rettungsschirms für die Euro-Staaten im Mai 2010 hat eine intensive Diskussion darüber eingesetzt, wie ein dauerhafter Krisenmechanismus nach 2013 etabliert werden könnte, wenn die Laufzeit des Rettungsschirms beendet ist (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 30. Oktober 2010, 12; Wirtschaftswoche vom 25. Oktober 2010, 20 – 25). Die deutsche Regierung macht sich seit Mitte Mai dafür stark, das Defizitverfahren wirkungsvoller zu gestalten, um zukünftigen Krisen vorzubeugen. Insbesondere wird vorgeschlagen, die Sanktionen stärker zu automatisieren und notorischen Defizitsündern Stimmrechte im Ministerrat zu entziehen. Lässt sich die Krise dennoch nicht vermeiden, so soll ein geordnetes Insolvenzverfahren für Staaten ausgelöst werden. Diese

Vorschläge haben den Vorteil, dass sie die gegenwärtige Kompetenzverteilung innerhalb der Europäischen Union respektieren, indem sie insbesondere ein hohes Maß an nationaler Unabhängigkeit bezüglich der Finanzpolitik zulassen, und gleichzeitig die Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten durch eine konsequentere Umsetzung von Stabilitätspakt und „No-bailout-Klausel“ stärken. Das Problem ist nur, dass diese Vorschläge nicht konsensfähig sind. Viele Mitgliedstaaten wehren sich gegen eine Automatisierung und Verschärfung des Defizitverfahrens, und ein Insolvenzverfahren für überschuldete Staaten stößt nicht auf Gegenliebe bei EZB-Präsident Trichet, der mehr Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten anmahnt. Die französische Regierung macht sich seit einiger Zeit für eine institutionalisierte „Europäische Wirtschaftsregierung“ stark, welche die Haushaltspolitik der Euro-Staaten zentralisiert und diese mit der Politik der Europäischen Zentralbank koordiniert, was deren Unabhängigkeit bedrohen würde. Diese Lösung würde sowohl die nationale Unabhängigkeit als auch die Eigenverantwortung der beteiligten Mitgliedstaaten einschränken.

Nachdem Bundeskanzlerin Merkel und Frankreichs Staatspräsident Sarkozy sich im französischen Seebad Deauville auf ein gemeinsames Vorgehen geeinigt hatten, wobei Deutschland auf die Automatisierung des Defizitverfahrens verzichtete und Frankreich im Gegenzug den Stimmrechtsentzug für Defizitsünder und eine Insolvenzordnung für Staaten unterstützte, einigten sich die Staats- und Regierungschefs auf dem EU-Gipfeltreffen in Brüssel am 29. Oktober 2010 darauf, eine „begrenzte“ Änderung der EU-Verträge anzustreben. In einem weiteren Brüsseler Gipfeltreffen am 16./17. Dezember 2010 wurde beschlossen, durch eine entsprechende Vertragsänderung einen dauerhaften Rettungsschirm ab 2013 zu etablieren. Die Einzelheiten der Ausgestaltung dieses Rettungsschirms sollen bis zum März 2011 ausgehandelt werden (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18. Dezember 2010, 2). Letztlich laufen die Brüsseler Beschlüsse darauf hinaus, den Beistand für überschuldete Staaten juristisch abzusichern, und sind weit entfernt von der ursprünglich von Deutschland favorisierten Vorstellung, die Wirksamkeit des Defizitverfahrens zu verbessern. Es wird vielmehr angestrebt, Artikel 122 AEUV, der eine Ausnahme vom Beistandsverbot bei Naturkatastrophen und anderen außergewöhnlichen Ereignissen vorsieht, um einen weiteren Ausnahmetatbestand („Bedrohung der Stabilität der Währungsunion als Ganzes“) zu erweitern. Eine Verschärfung des Stabilitätspakts durch Stimmrechtsentzug im Ministerrat für notorische Defizitsünder wurde nicht vorgesehen. Stattdessen ist beabsichtigt, die EU-Aufsicht über die nationale Wirtschaftspolitik zu verschärfen. Für den Krisenfall soll geprüft werden, inwieweit private Gläubiger an den Rettungspaketen zu beteiligen sind. Welche Vertragsänderungen tatsächlich kommen werden, kann heute nicht zuverlässig gesagt werden. Die Tendenz ist allerdings klar: keine Verschärfung des Defizitverfahrens, sondern stattdessen eine Auflockerung des Beistandsverbots, ergänzt um eine Stärkung der (zentralen) EU-Kompetenzen.

Zu wenig Aufmerksamkeit wurde der Frage gewidmet, wie man Schuldner und Gläubiger ex ante disziplinieren kann und davor abschrecken kann, zu hohe Risiken einzugehen. Ob ein Staat oder eine Bank systemrelevant („too big to fail“) ist und damit einen gewissen Zwang zu Beistand auslöst, ist nicht unabhängig von der Funktionsweise der Finanzmärkte zu sehen. Es spricht einiges dafür, dass die Spielregeln der Finanzmärkte die Akteure systematisch dazu veranlassen haben, zu hohe Risiken einzugehen (Konrad/Zschäpitz 2010, 206 ff.; Hellwig 2010). Die Banken haben zu viel in Anlagen mit hohen Renditen (und hohen Risiken) investiert und sie haben ihre Anlagen nicht hinreichend gestreut. Wenn einige französische und deutsche Großbanken so umfangreiche Bestände an griechischen Staatsanleihen halten, dass ein Bankrott Griechenlands diese Banken in ernsthafte Schwierigkeiten geraten lässt, so wird Griechenland trotz seiner geringen Größe für Frankreich und Deutschland „systemrelevant“. Die Drohung, das Beistandsverbot im Ernstfall auch hart durchzusetzen, ist unter

diesen Bedingungen wenig glaubhaft. Aufgrund der starken finanziellen Verflechtung (nicht nur) der europäischen Banken und Staaten untereinander kann es schnell zu einer Ausbreitung und damit Verallgemeinerung dieses Problems kommen. Wird aber von den Banken für den Ernstfall staatlicher Beistand erwartet, so haben sie keine Veranlassung, ihre zu risikoreiche Anlagestrategie zu überdenken. Sie werden, ganz im Gegenteil, durch den Konkurrenzdruck systematisch dazu gezwungen, zu hohe Risiken einzugehen.

Solidarität ist ein wichtiges Strukturprinzip der Europäischen Union. So wird in den Verträgen an 13 Stellen die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten bzw. ihren Völkern thematisiert (Kämmerer 2010, 164). Die Grenzen der Solidarität sind allerdings dort erreicht, wo die relevanten Akteure systematisch dazu veranlasst werden, das Falsche zu tun, und wo die wirtschaftlichen Anreize systematisch verzerrt werden. Die Lösung der Finanz- und Verschuldungskrise muss letztlich dort gesucht werden, wo die Probleme entstanden sind: in den Spielregeln der Finanzmärkte. Genau hiermit befasste sich kürzlich der Deutsche Juristentag (Leyens 2010). Bezogen auf das hier diskutierte Problem fehlt es unter anderem an zwei wichtigen Institutionen, einem geordneten Insolvenzverfahren für Banken und einem geordneten Insolvenzverfahren für Staaten. Diese Institutionen könnten, bei einer geeigneten Ausgestaltung, Gläubiger und Schuldner in stärkerem Maße für die eingegangenen Risiken verantwortlich machen und damit auch den Wettbewerb befördern, ohne die Solidarität dort auszuschließen, wo sie angebracht ist, um die Funktionsweise der Finanzmärkte zu sichern und den inneren Zusammenhalt der Union zu festigen.

Literatur

- Dreher, A. (2003): Die Kreditvergabe von IWF und Weltbank. Ursachen und Wirkungen aus politisch-ökonomischer Sicht, Berlin.
- Dreher, A. (2006): IMF and Economic Growth: The Effects of Programs, Loans, and Compliance with Conditionality, in: *World Development* Vol. 34, Nr. 5, S. 769-788.
- Europäische Kommission (2010): Bericht der Kommission. Anzeiger für staatliche Beihilfen, Frühjahrsausgabe 2010, Brüssel, 27.05.2010.
- Fuest, C., Franz, W., Hellwig, M., Sinn, H.-W. (2010): Zehn Regeln zur Rettung des Euro, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. Juni 2010, S. 10.
- Gros, D., Mayer, T. (2010): How to Deal with Sovereign Default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund, Centre for European Policy Studies, Policy Brief No. 202, Brussels, update from 17. May 2010.
- Häsel, S. (2009): Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts – Whence the Opposition?, in: *Journal of Economic Surveys* Vol. 23, Nr. 5, S. 882-923.
- Hellwig, M. (2010): Finanzkrise und Reformbedarf. Gutachten für den 68. Deutschen Juristentag, März 2010, Reprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2010/19.
- Hentschelmann, K. (2009): Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, Schriftenreihe des Europa-Kollegs Hamburg zur Integrationsforschung, Bd. 60, Baden-Baden.
- Kämmerer, J. A. (2010): Insolvenz von EU-Mitgliedstaaten – Voraussetzungen und Folgen, in: *Wirtschaftsdienst* Vol. 90, Nr. 3, S. 161-167.
- Konrad, K., Zschäpitz, H. (2010): Schulden ohne Sühne? Warum der Absturz der Staatsfinanzen uns alle trifft, München.
- Krueger, A. (2001): *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington.
- Leyens, P. C. (2010): Finanzmarktregulierung: Reform zwischen öffentlichem und private Recht, Abteilung Öffentliches und Privates Wirtschaftsrecht des Deutschen Juristentags diskutiert Reformideen, in: *Anwaltsblatt*, Heft 8 und 9, S. 584-588.
- Paulus, C. G. (2009): Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten, in: *Recht der Internationalen Wirtschaft – Betriebs-Berater International (RIW)*, Heft 1 – 2, S. 11-17.
- Rajan, R. G. (2010): *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton.
- Roubini, N., Mihm, S. (2010): *Das Ende der Weltwirtschaft und ihre Zukunft*, Frankfurt/Main.
- Rudolph, B. (2010): Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber,, Veränderungsbedarf und Reformansätze, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* Vol. 39, Nr. 1, S. 1-47.
- Schäfer, H.-B. (2010): Was wird aus Griechenland? Überlegungen zu einem Insolvenzrecht für internationale Staatsschulden, in: *Ifo Schnelldienst*, Nr. 6, S. 18-25.
- Sinn, H.-W. (2010): *Kasino-Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam und was jetzt zu tun ist*, vollständig aktualisierte Ausgabe vom Juni 2010, Berlin.
- Wagener, H.-J., Eger, T. (2009): *Europäische Integration. Wirtschaft und Recht, Geschichte und Politik*, 2. Auflage, München.
- Zimmer, D., Blaszczyk, M. (2010): Die Banken-Beihilfenkontrolle der Europäischen Kommission: Wettbewerbsschutz oder Marktdesign?, in: *Wirtschaft und Wettbewerb*, Heft 02 vom 05.02.2010, S. 142-157.