ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Busch, Berthold; Matthes, Jürgen

Research Report

Regeln für Staatsinsolvenzen im Euroraum

IW-Analysen, No. 104

Provided in Cooperation with:
German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Busch, Berthold; Matthes, Jürgen (2015) : Regeln für Staatsinsolvenzen im Euroraum, IW-Analysen, No. 104, ISBN 978-3-602-45575-1, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/157151

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

IW-Analysen **Nr. 104**

Forschungsberichte aus dem
Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Berthold Busch / Jürgen Matthes

Regeln für Staatsinsolvenzen im Euroraum

iw.köln.wissen
schafft kompetenz.

IW-Analysen **Nr. 104**

Forschungsberichte aus dem
Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Berthold Busch / Jürgen Matthes

Regeln für Staatsinsolvenzen im Euroraum

Institut der deutschen
Wirtschaft Köln *Medien GmbH*

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://www.dnb.de abrufbar.

ISBN 978-3-602-14957-5 (Druckausgabe)
ISBN 978-3-602-45575-1 (E-Book|PDF)

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Dorothe Harren

© 2015 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH
Postfach 10 18 63, 50458 Köln
Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln
Telefon: 0221 4981-452
Fax: 0221 4981-445
iwmedien@iwkoeln.de

Druck: tanmedia, Köln
ClimatePartner°
klimaneutral
Druck | ID 11537-1508-1002

Inhalt

1	**Einleitung**	4
1.1	Institutionelle Einordnung in die Reform der EWU-Architektur	4
1.2	Zum Begriff und Wesen eines Staatsbankrotts	5
1.3	Besondere Relevanz für den Euroraum	6
1.4	Staatsinsolvenzen ohne ordnendes Regelwerk	8
2	**Zur Notwendigkeit eines Staatsinsolvenzverfahrens**	11
2.1	Argumente für ein Staatsinsolvenzverfahren	11
2.2	Relativierung der Gegenargumente	18
3	**Bisherige Vorschläge für Staatsinsolvenzverfahren**	23
3.1	Vorschläge mit schiedsgerichtlichem Verfahren	24
3.2	Vorschläge mit automatischem Auslösungsmechanismus	27
3.3	Vorschläge ohne automatischen Auslösungsmechanismus	33
4	**IW-Empfehlungen für ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum**	42
4.1	Anforderungen an ein Staatsinsolvenzverfahren	42
4.2	Ansatzpunkte im Rahmen des ESM	43
4.3	Empfehlungen für ein geregeltes Staatsinsolvenzverfahren	47
4.3.1	Einleitung des Insolvenzverfahrens	50
4.3.2	Absichernde Flankierung des Insolvenzverfahrens	52
4.3.3	Effektive rechtssichere Verfahrensordnung und Vorkehrungen gegen Holdout-Strategien	53
4.3.4	Abfederung der Staatsinsolvenz	58
4.3.5	Begrenzung finanzieller Risiken und Fehlanreize	60
4.3.6	Übergangsprobleme	62
5	**Fazit**	63
Anhang		69
Literatur		73
Kurzdarstellung / Abstract		79
Die Autoren		80

1 Einleitung

1.1 Institutionelle Einordnung in die Reform der EWU-Architektur

Die Europäische Union (EU), der Euroraum und ihre jeweiligen Mitgliedstaaten haben vielfältige Anstrengungen unternommen, um die Folgen für die von der Euro-Schuldenkrise am meisten betroffenen Staaten abzumildern. Umfangreiche finanzielle Rettungsmaßnahmen wurden ergriffen, teilweise mit Unterstützung des Internationalen Währungsfonds (IWF). Die Hilfen erfolgten zunächst bilateral im Fall von Griechenland, später durch die neu eingerichtete Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und den neu gegründeten Europäischen Stabilitätsmechanismus, den ESM (Matthes, 2015).

Zusätzlich haben die EU-Staaten eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um das Regelwerk für die Europäische Währungsunion (EWU) zu verbessern und zu ergänzen (Matthes/Busch, 2012, 25 ff.). Zur besseren fiskalischen Konsolidierung und für mehr Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen wurde der Stabilitäts- und Wachstumspakt verschärft, wenngleich dies zu einem sehr komplexen Regelwerk geführt hat. Die wirtschaftspolitische Koordinierung wurde durch eine makroökonomische Überwachung und durch das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht verbessert. Das Regelwerk für die Finanzmärkte und den Bankensektor wurde im Zuge der Bankenunion reformiert. Die Bankenaufsicht wurde entnationalisiert und es wurden gemeinsame Regeln für die Abwicklung von Banken und ein einheitlicher Abwicklungsfonds geschaffen. Die Einlagensicherung wurde harmonisiert. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat überdies mit geldpolitischen, teils unkonventionellen Maßnahmen einen wesentlichen Beitrag zur Bekämpfung und Überwindung der Krise im Euroraum geleistet und leistet ihn noch.

Der neuen Architektur des Euroraums fehlt jedoch noch eine Regelung, wie in der Währungsunion mit Ländern umgegangen werden soll, die trotz dieser Maßnahmen keine dauerhaft solide Finanzpolitik betreiben wollen oder können und denen es nicht gelingt, ihre Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen oder hinreichend zu verbessern. In den die Währungsunion kons-

tituierenden Regeln ist die Möglichkeit eines Staatsbankrotts ebenso wenig vorgesehen wie ein Ausscheiden eines Landes aus dem Euroraum (zu den Möglichkeiten eines Verlassens des Euroraums vgl. Matthes/Schuster, 2015).

In Kapitel 1 werden hierzu einige klärende Vorbemerkungen gemacht. In Kapitel 2 werden die Vor- und Nachteile eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens abgewogen und in Kapitel 3 werden wichtige bestehende Vorschläge kurz und systematisch dargestellt. Im Anschluss daran werden in Kapitel 4 auf dieser Basis Anforderungen an ein Staatsinsolvenzverfahren abgeleitet und konkrete Vorschläge für dessen Gestaltung unterbreitet. Dabei werden die ersten Schritte mit einbezogen, die mit der Schaffung des ESM gemacht wurden.

1.2 Zum Begriff und Wesen eines Staatsbankrotts

Unter dem Begriff Staatsbankrott wird hier die Situation verstanden, dass ein Land, ungeachtet seiner Motive, Zins- und Tilgungszahlungen auf seine Staatsschuld vollständig oder teilweise nicht mehr leistet. Dem kann, wie im Fall Argentiniens im Jahr 2002, eine bewusste Entscheidung vorausgegangen sein. Es kann aber auch eine unfreiwillige Folge davon sein, dass ein Staat den Zugang zum Kapitalmarkt zu dauerhaft tragfähigen Konditionen verliert und es deshalb zu einem Zahlungsausfall (Default) kommt. Aus verschiedenen Gründen unterscheidet sich ein Staatsbankrott von der Insolvenz eines Unternehmens (Busch et al., 2010):

- So geht es bei einem Staat immer um eine Restrukturierung der Schulden, da ein Staatswesen nicht abgewickelt werden kann und dem auch das Souveränitätsprinzip des Völkerrechts entgegensteht. Eine gewisse Parallele zur Insolvenzordnung für Unternehmen liegt darin, dass die Restrukturierungsoption im deutschen Privatinsolvenzrecht nach einer Änderung gleichwertig neben die Abwicklung von Unternehmen getreten ist (Hüther, 2010, 5). Staaten können – anders als private Unternehmen – nicht einfach liquidiert oder wirtschaftlich verwertet werden. Dem stehen nicht nur politische und praktische Erwägungen, sondern auch völkerrechtliche Überlegungen entgegen. Denn das Völkerrecht ist auf die Existenzerhaltung von Staaten ausgerichtet (Herdegen, 2014, 382). Insofern kann es bei einem

Insolvenzverfahren für Staaten nicht oder nur sehr eingeschränkt darum gehen, staatliches Vermögen zugunsten der Gläubiger zu verwerten, auch wenn dies vereinzelt gefordert wird (Eichborn, 2014, 24).

- Eine Regierung hat theoretisch die Möglichkeit, den Schuldendienst sicherzustellen – sei es (im Rahmen des Besteuerungsmonopols) durch Steuereinnahmen oder bei Existenz einer handlungsfähigen Zentralbank durch das Drucken von Geld. Auch kann über eine mit dem Gelddrucken verbundene Inflationierung der Realwert des Schuldenbestands und Schuldendiensts verringert werden. Dabei stellt sich für den Staat grundsätzlich die Frage, wie er die Lasten seiner Entschuldung auf Bürger, Steuerzahler und Gläubiger im Inland und Ausland verteilen will.

1.3 Besondere Relevanz für den Euroraum

Im Euroraum gelten mit Blick auf Staatsbankrotte einige Besonderheiten. So verfügen die Euroländer nicht wie geldpolitisch unabhängige Staaten über eine unabhängige nationale Zentralbank, die gegebenenfalls die Staatsschuld monetisieren und diese auf dem Weg der Inflationierung reduzieren könnte. Stattdessen sind die nationalen Zentralbanken Teil des Eurosystems und müssen damit den Vorgaben der EZB folgen. Damit ist die Gefahr von Staatsbankrotten in einer Währungsunion tendenziell höher. Zwar sind Währungskrisen eines einzelnen Landes in einer Währungsunion nicht möglich. Doch kann es gleichwohl zu einer Zahlungsbilanzkrise kommen und zu einem massiven Kapitalabfluss, der auch die Zahlungsfähigkeit des Staates gefährden und somit indirekt zu einem Staatsbankrott führen kann. Zudem sind Staatsbankrotte in einer Währungsunion besonders problematisch, weil in der Regel enge finanzielle Beziehungen zwischen den teilnehmenden Ländern und vor allem zwischen den Banken innerhalb des einheitlichen Währungsraums bestehen.

Darüber hinaus ergibt sich die Relevanz eines staatlichen Insolvenzverfahrens für die EWU (und möglicherweise auch für die EU) durch den starken Anstieg der Staatsverschuldung in den letzten gut zwei Dekaden (Tabelle 1). Im Durchschnitt des Euroraums (zwölf Länder) lag sie 1991 noch bei 56 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). 2014 hat sich der Schuldenstand auf nun

Bruttoverschuldung Tabelle 1

in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	1991	2001	2011	2014
Euroraum (12 Länder)	56,3	67,3	87,4	95,1
Europäische Union (15 Länder)	52,3	61,0	84,5	91,9
Griechenland	70,4	100,1	171,3	177,1
Italien	94,8	104,7	116,4	132,1
Portugal	54,8	53,4	111,1	130,2
Irland	91,8	33,4	111,2	109,7
Zypern	–	56,9	66,0	107,5
Belgien	127,5	107,8	102,0	106,5
Spanien	42,3	54,2	69,2	97,7
Frankreich	36,2	58,2	85,2	95,0
Vereinigtes Königreich	31,6	36,2	81,8	89,4
Kroatien	–	36,1	63,7	85,0
Österreich	56,2	66,5	82,1	84,5
Slowenien	–	26,1	46,5	80,9
Ungarn	–	51,9	81,0	76,9
Deutschland	38,9	57,8	77,9	74,7
Niederlande	74,0	48,8	61,3	68,8
Malta	–	65,5	69,7	68,0
Finnland	21,8	41,0	48,5	59,3
Slowakei	–	48,3	43,4	53,6
Polen	–	37,3	54,8	50,1
Dänemark	63,2	48,5	46,4	45,2
Schweden	47,3	51,7	36,2	43,9
Tschechien	–	22,8	39,9	42,6
Litauen	–	23,0	37,2	40,9
Lettland	–	14,0	42,7	40,0
Rumänien	–	25,7	34,2	39,8
Bulgarien	–	64,0	15,7	27,6
Luxemburg	4,2	6,6	19,1	23,6
Estland	–	4,8	6,0	10,6
Japan	68,8	153,6	229,8	247,0
USA	66,4	53,0	99,1	104,8

Quelle: EU-Kommission, 2015

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

über 95 Prozent deutlich erhöht; er liegt damit weit über dem 60-Prozent-Kriterium des Vertrags von Maastricht. Für die EU-15 sind die Werte ähnlich (für die EU-28 gibt es keine Zahlenangaben vor dem Jahr 2001). 16 der 28 EU-Mitgliedstaaten konnten 2014 die Maastricht-Grenze von

60 Prozent des BIP für den Stand der öffentlichen Verschuldung nicht einhalten. Sechs Länder, alles Mitglieder des Euroraums, lagen oberhalb von 100 Prozent des BIP. Die höchsten Werte wiesen Griechenland, Italien, Portugal, Irland und Zypern auf.

Allerdings ist die Situation bei den Staatsschulden in vielen hochentwickelten Ländern außerhalb Europas auch nicht wesentlich besser. Nach Angaben des IWF weisen die entwickelten Volkswirtschaften (Advanced Economies) im Durchschnitt einen Schuldenstand von 105 Prozent des BIP auf. Japan erreicht mit fast 250 Prozent des BIP einen Spitzenwert; die Vereinigten Staaten liegen ebenfalls bei über 100 Prozent. Dagegen kommt die Gruppe der Entwicklungs- und Schwellenländer mit gut 40 Prozent des BIP auf einen weitaus niedrigeren Wert.

1.4 Staatsinsolvenzen ohne ordnendes Regelwerk

Trotz der gerade in Industrieländern deutlich gestiegenen und hohen Staatsverschuldung gibt es auf internationaler Ebene bislang kein geregeltes umfassendes Staatsinsolvenzverfahren. Versuche, im Rahmen des IWF hier zu einer statutarischen Lösung zu kommen, sind vor mehr als zehn Jahren gescheitert. Aktuell gibt es beim IWF Bestrebungen, vertragsbasierte Ansätze effektiver zu machen (vgl. Kapitel 3.1). Die partiellen Ansätze im Rahmen des Londoner Clubs und des Pariser Clubs werden hier zunächst außer Acht gelassen (vgl. dazu Kapitel 3).

Inzwischen gibt es im Rahmen der Vereinten Nationen auf Initiative von Bolivien, der Gruppe der 77 und China allerdings erste, noch wenig konkrete Vorstöße für die Schaffung eines Insolvenzverfahrens für Staaten. Ziel sei es„ein verlässliches und effizientes Verfahren zu entwickeln, das alle Gläubiger bindet und die Bedürfnisse des Schuldnerstaates angemessen berücksichtigt" (Deutscher Bundestag, 2015, 2). Die Generalversammlung hat sich im September 2014 mit 124 Ja-Stimmen für einen multilateralen Rechtsrahmen zur Restrukturierung von Staatsschulden ausgesprochen (UN, 2014). Mit Nein stimmten elf Länder, darunter sechs EU-Staaten (unter anderem Deutschland und das Vereinigte Königreich), und 41 enthielten sich, darunter die übrigen 22 EU-Staaten. Der Vertreter der Vereinigten Staaten begrün-

dete seine Ablehnung des Vorschlags damit, dass die Einrichtung eines statutarischen Mechanismus für die Umstrukturierung von Staatsschulden zu Unsicherheiten auf den Finanzmärkten führen würde. Wenn die Rückzahlung unsicherer würde, würden sich die Geldgeber zurückhalten und wahrscheinlich höhere Risikoprämien verlangen. In Deutschland hat kürzlich ein Bundestagsabgeordneter der CDU ein Resolvenzverfahren für den Euroraum gefordert, um Handlungsunsicherheiten wie im Fall von Griechenland zu verhindern (Hirte, 2015).

Das fehlende Regelwerk kontrastiert auffällig mit der Tatsache, dass es nicht selten vorkommt, dass Staaten den Schuldendienst eingestellt und Auslandsschulden umstrukturiert haben. Für den Zeitraum 1978 bis 2010 sind in einer aktuellen Studie 92 Fälle aufgelistet. Darunter waren allerdings keine

Umschuldungen im Zeitraum 1978 bis 2010 Tabelle 2

Auswahl[1)]

Land	Zeitpunkt	Betroffene Schulden, in Milliarden US-Dollar
Argentinien	08/1987	29,5
	04/1993	28,5
	04/2005	60,6
Brasilien	11/1988	62,1
	04/1994	43,3
Mexiko	08/1983	18,8
	03/1985	28,6
	08/1985	20,1
	03/1987	52,3
	02/1990	54,3
Peru	03/1997	10,6
Polen	10/1994	13,5
Russland	12/1997	30,5
	08/2000	31,9
Südafrika	03/1987	10,9
Venezuela	02/1986	20,3
	09/1988	20,3
	12/1990	19,6

1) Nur Fälle, bei denen die betroffenen Schulden 10 Milliarden US-Dollar überstiegen.
Quelle: Reinhart/Trebesch, 2014, 57 f.

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

westlichen Industrieländer, sondern es handelte sich durchweg um Länder, die zur mittleren und höheren Einkommensklasse gezählt werden. Darunter wurden 19 Länder gleich mehrfach genannt: Polen kam sogar auf acht Umstrukturierungen und Jamaika auf sieben. Die größten Summen entfielen nach dieser Studie (Reinhart/Trebesch, 2014, 57) 1988 auf Brasilien mit rund 62 Milliarden US-Dollar und 2005 auf Argentinien mit fast 61 Milliarden US-Dollar (Tabelle 2).

Griechenland war seit langem das erste Industrieland, das einen Staatsbankrott erlitt. In diesem Fall betrug der Schuldenschnitt 107 Milliarden Euro (Zettelmeyer et al., 2013, 13), was bei dem Euro-Dollar-Kurs von 2012 umgerechnet etwa 137 Milliarden US-Dollar entsprach.[1] Zwar gelang es bei Griechenland, im März 2012 einen Schuldenschnitt abzuwickeln und die Privatgläubiger zu beteiligen. Doch dies war eine Ad-hoc-Lösung, die stark auf Griechenland zugeschnitten und deren Flankierung durch den Rettungsschirm sehr teuer war. Relevante Bestimmungen konnten im Gros der griechischen Staatsanleihen mit einfacher Parlamentsmehrheit geändert werden, um eine Umschuldung zu ermöglichen (Buchheit/Gulati, 2010). Dies galt nicht für alle Euroländer und barg zudem ein juristisches Risiko. So hat der Rettungsschirm mit nennenswerten finanziellen Anreizen dabei nachhelfen müssen, dass eine möglichst hohe Beteiligungsquote erreicht wurde. Darüber hinaus war ein Hilfspaket der EFSF für die griechischen Banken nötig, die durch die Umstellung auf die von ihnen gehaltenen Staatsanleihen erhebliche Verluste erlitten. Beides hat die griechischen Schulden beim Rettungsschirm deutlich erhöht.

1 Staatsbankrotte sind keineswegs eine neuere Erscheinung. Reinhart/Rogoff (2010, 150) listen 20 Fälle im Zeitraum von 1300 bis 1799 auf, in denen es in europäischen Ländern zu Auslandsschuldenkrisen kam, darunter acht Fälle für Frankreich und sechs für Spanien. Für die Epoche des Goldstandards (1870 bis 1913) wurden mehr als 40 staatliche Zahlungsausfälle gezählt (Mitchener/Weidenmier, 2009, 3).

2 Zur Notwendigkeit eines Staatsinsolvenzverfahrens

Wie in Kapitel 1.3 erläutert wurde, ist die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts in einer Währungsunion tendenziell höher als bei Einzelstaaten, die mit einer eigenen Geldpolitik Staatsschulden monetisieren können. Zudem sind die Staatsschulden in den Industrieländern und vielen Ländern des Euroraums stark gestiegen. Gleichwohl gibt es weder auf globaler Ebene noch in der EWU ein geordnetes Staatsinsolvenzverfahren. Nicht zuletzt der Fall Griechenland hat deutlich gemacht, dass hier im EWU-Regelwerk noch eine Lücke klafft. Demgegenüber zeigt allerdings die Ablehnung der Initiativen des IWF und der Vereinten Nationen, einen geordneten Mechanismus zu schaffen, dass es durchaus begründete Widerstände und Gegenargumente gibt.

Auf dieser Basis werden im Folgenden grundsätzliche Argumente für und gegen ein Staatsinsolvenzverfahren gegenübergestellt. Deren Abwägung legt nahe, dass ein Staatsinsolvenzverfahren besonders für die EWU sinnvoll ist.

2.1 Argumente für ein Staatsinsolvenzverfahren

Im Folgenden werden die Argumente für ein Staatsinsolvenzverfahren erörtert. Übersicht 1 fasst diese zusammen.

Drohende Insolvenzverschleppung

Ohne ein geordnetes Verfahren zögern insolvente Staaten, sich für zahlungsunfähig zu erklären, weil sie auf Besserung hoffen (Gambling for Resurrection). Im Zuge einer solchen Insolvenzverschleppung nimmt die Unsicherheit zum Schaden beider Seiten zu. Zudem erhöht die währenddessen weiter steigende Verschuldung tendenziell spätere Forderungsverluste der Anleger. Auch kann es für die bestehenden Gläubiger zu einer Schuldenverwässerung kommen, wenn ein Land neue Schulden bei anderen Gläubigern aufnimmt. Eine Insolvenzordnung kann zur rechtzeitigen Auslösung beitragen.

Argumente für ein Staatsinsolvenzverfahren

Übersicht 1

Drohende Insolvenzverschleppung
Ohne ein geordnetes Verfahren zögern insolvente Staaten, sich für zahlungsunfähig zu erklären, weil sie auf Besserung hoffen (Gambling for Resurrection). Im Zuge einer solchen Insolvenzverschleppung kann die Verschuldung und damit auch der Forderungsverlust zum Schaden der Gläubiger unnötig weiter steigen, ebenso wie die Unsicherheit zum Schaden beider Seiten. Eine Insolvenzordnung kann zur rechtzeitigen Auslösung beitragen.

Gefahr von Wirtschaftskrisen
Ein ungeordneter Staatsbankrott hat gravierende negative ökonomische Folgewirkungen für das betreffende Land. Eine Insolvenzordnung kann abfedernd wirken.

Holdout-Problem
Gläubiger haben Anreize, sich einer Umschuldung zu verweigern und vor Gerichten auf vollständige Erfüllung ihrer Forderungen zu klagen (Holdout-Strategie); das behindert eine Lösung und führt bei Erfolg der Klagen zu fragwürdigen Umverteilungseffekten zwischen den Gläubigern. Eine Insolvenzordnung kann Vetopositionen beseitigen und solche Strategien erschweren.

Gefahr von Rechtsunsicherheit
Bei einem ungeordneten Staatsbankrott kann Rechtsunsicherheit darüber verbleiben, ob eine Schuldenrestrukturierung den betreffenden Staat dauerhaft vor erfolgreichen Klagen schützt und ihn so von seinen Schulden entlastet, um einen neuen Anfang zu ermöglichen. Eine Insolvenzordnung kann (mehr) Rechtssicherheit schaffen.

Ad-hoc-Verfahren mit Schwächen
Ad-hoc-Verfahren, wie bei Entwicklungs- und Schwellenländern mit passablen Ergebnissen erprobt (und bei Griechenland ebenfalls angewendet), haben Schwächen und sind für die Bedingungen des Euroraums wenig geeignet.

Fehlanreize für die Fiskalpolitik
Wenn ein staatlicher Zahlungsausfall wegen fehlender Insolvenzordnung und Erwartung eines Bailouts unwahrscheinlich ist, verlangen die Finanzmärkte zu niedrige Risikoprämien und die Staaten können sich zu günstigen Konditionen und daher tendenziell zu stark verschulden. Eine Insolvenzordnung kann diese Fehlanreize mindern, indem sie die Disziplinierungswirkung der Finanzmärkte erhöht und die No-Bailout-Klausel wieder glaubwürdig macht.

Gefahr einer Transferunion im Euroraum
Ohne einen glaubwürdigen und funktionsfähigen Insolvenzmechanismus droht bei fehlender Kapitalmarktfähigkeit eines Krisenlandes ein Ausstieg aus einem Hilfsprogramm nicht glaubwürdig zu sein; die Finanzhilfen könnten zu Dauertransfers werden.

Eigene Zusammenstellung auf Basis einer Auswertung relevanter Quellen im Literaturverzeichnis

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Gefahr von Wirtschaftskrisen

Ein geordnetes Staatsinsolvenzverfahren ist auch deshalb nötig, weil ungeordnete Staatsbankrotte in der Regel erhebliche wirtschaftliche Probleme mit sich bringen. Dabei kann das betroffene Land über mehrere Kanäle in eine massive Wirtschaftskrise geraten (Matthes, 2012):

- In der Regel hat das Land während dieser Phase keinen oder nur einen sehr beschränkten Zugang zum internationalen Finanzmarkt.

- Ohne ausländische Gelder kann der Staat seinen Aufgaben und Zahlungspflichten dann nicht mehr vollständig nachkommen, wenn der öffentliche Haushalt ein Primärdefizit aufweist, also die Einnahmen geringer sind als die Ausgaben ohne Zinszahlungen. Es drohen Kürzungen oder Ausfälle bei Beamtengehältern, Rentenzahlungen oder nötigen Investitionen.
- Wenn nicht nur der Staat vom internationalen Finanzmarkt ausgeschlossen ist, sondern auch private Unternehmen und Banken, kann es zu einer Kreditklemme kommen.
- Möglicherweise stellen internationale Investoren auch gegenüber den privaten Gläubigern ihre Forderungen fällig oder streichen die für den Handel nötigen kurzfristigen Handelskredite. Empirische Ergebnisse belegen dies vor allem für Staatsbankrotte, bei denen Staaten wenig kooperativ mit Gläubigern umgehen (Trebesch, 2009).
- Eine massive Kreditklemme für die Privatwirtschaft droht auch, weil bei heimischen Banken starke Verluste anfallen. Denn mit den Ratingherabstufungen sinken die Kurse der Staatsanleihen des Krisenlandes massiv. Dies trifft vor allem heimische Banken, da sie in der Regel viele Anleihen ihres Staates halten.
- Eine gravierende ökonomische Depression kann resultieren, wenn zur Kürzung von Staatsausgaben und zur Kreditklemme noch eine tiefe Vertrauenskrise hinzukommt. In der Folge dürften sehr viele Menschen ihre Arbeit verlieren und das Armutsrisiko könnte kurzfristig rapide zunehmen.

Ein geordnetes Verfahren für eine Staatsinsolvenz kann diese negativen ökonomischen Effekte mindern, aber nicht vollständig verhindern.

Holdout-Problem

Gläubiger haben Anreize, sich einer Umschuldung zu verweigern (Holdout-Strategie). Dabei blockieren einzelne Anleger oder Fonds eine Umschuldung mit dem Ziel, ihre Forderungen letztlich auf Kosten der übrigen Gläubiger durch Gerichtsverfahren in voller Höhe einzuklagen. Das behindert eine Lösung und führt bei Erfolg der Klagen zu fragwürdigen Umverteilungseffekten zwischen den Gläubigern. Eine Insolvenzordnung kann Vetopositionen beseitigen und solche Strategien erschweren.

Staatsbankrotte haben zwar wie gezeigt schon eine recht lange Tradition (vgl. Kapitel 1.4). In jüngerer Vergangenheit lassen veränderte Rahmenbedingungen das Holdout-Problem aber stärker als zuvor zur Geltung kommen. Bis in die späten 1980er Jahre konnten Staatsbankrotte (von Entwicklungs- und Schwellenländern) relativ reibungsarm im Rahmen des Londoner Clubs und des Pariser Clubs abgewickelt werden (Übersicht 2).

Londoner und Pariser Club Übersicht 2

Bis in die späten 1980er Jahre erfolgten Umschuldungsverhandlungen zwischen Banken und ihren staatlichen Schuldnern (meist Entwicklungsländer) in der Regel im Rahmen des Londoner Clubs, einem informellen Forum international tätiger Banken (Deutsche Bundesbank, 2003, 229 f.). Dieser geht auf die Umschuldung Zaires im Jahr 1976 zurück. Der IWF hat Anpassungsprogramme eines Schuldnerlandes in der Regel erst dann gebilligt und finanziell unterstützt, wenn die Umschuldung mit den privaten Gläubigern im Rahmen des Londoner Clubs geregelt war.

Mit dem Pariser Club existiert ebenfalls ein Forum für die Umschuldung von Schulden bei Staaten. Im Jahr 1956 verhandelte Argentinien mit seinen öffentlichen Gläubigern in Paris über seine Schulden (Pariser Club, 2015a). Diesem Beispiel folgten später andere Länder, der Pariser Club entstand (Deutsche Bundesbank, 2003, 227 ff.; Ermrich, 2007, 174 ff.). Die Verhandlungen wurden unter Beteiligung internationaler Organisationen wie IWF, Weltbank oder UNCTAD geführt. Im Rahmen des Pariser Clubs wurden 430 Abkommen mit 90 Entwicklungs- und Schwellenländern geschlossen mit einer Ex-ante-Schuldensumme von 583 Milliarden US-Dollar (Pariser Club, 2015b). Der Club versteht sich aber als strikt informelles Gremium, um nicht als Blaupause eines offiziellen staatlichen Umschuldungsmechanismus interpretiert zu werden.

Wie im Londoner Club ist auch im Pariser Club die Anzahl der Gläubiger überschaubar, miteinander (politisch) verflochten und daher relativ gut koordinierbar. Beide Umschuldungsverfahren gelten als gläubigerdominiert (Nunner-Krautgasser, 2013).

Eigene Darstellung

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Lange Zeit funktionierten beide Verfahren recht gut. Das galt selbst für den stärker von kommerziellen Interessen geprägten Londoner Club. Die Banken, die bis in die 1980er Jahre als Hauptgläubiger auftraten, bildeten eine überschaubare Gruppe. Damit waren Umschuldungsverhandlungen relativ gut organisierbar. Zudem existierte ein gewisser Druck zur Teilnahme, da eine Bank beim Ausscheren aus einer mehrheitlich getroffenen Vereinbarung einen Ansehensverlust riskierte (Benninghofen, 2014, 221). Klagen gegen Umschuldungsvereinbarungen waren auch deswegen selten, weil die Banken über Geschäftsbeziehungen untereinander verbunden waren, die unter ge-

richtlichen Auseinandersetzungen gelitten hätten. Darüber hinaus hatten die Banken in der Regel kein Interesse, Staaten noch weiter in die Schuldenkrise abgleiten zu lassen, da sie dann ihre Forderungen hätten abschreiben müssen (Panizza et al., 2009, 655 f.).

Die Koordination von Umschuldungsverhandlungen ist jedoch im Zeitverlauf deutlich schwieriger geworden (Panizza et al., 2009, 656; Paulus, 2009, 12; Roubini, 2002, 324). Denn inzwischen verschulden sich Staaten nicht mehr in erster Linie bei einer überschaubaren Anzahl von Banken (oder Staaten), sondern begeben zunehmend Anleihen am Kapitalmarkt und verschulden sich damit bei vielen (dem Schuldnerland zumeist unbekannten) Gläubigern. Die große Anzahl der Gläubiger und die stärkere Anonymität erschweren eine kooperative Abstimmung mit und unter den Gläubigern und lassen eine Holdout-Strategie attraktiver werden. Gleichwohl sind viele Umschuldungen bei Entwicklungs- und Schwellenländern seit der Argentinienkrise recht reibungsarm verlaufen (Bi et al., 2011). Die Organisation von Gläubigerversammlungen ist inzwischen eingeübte Praxis und die Beteiligungsquoten waren fast durchweg sehr hoch. Dies hat man bei Staatsanleihen nach US-Recht erstaunlicherweise selbst ohne die Nutzung von Umschuldungsklauseln (CAC, vgl. Kapitel 4.2) erreicht, indem man sich einiger rechtlicher Spitzfindigkeiten bediente, sogenannter Exit Consents (Buchheit/Gulati, 2001; Bi et al., 2011). Die Übertragbarkeit dieses Ansatzes auf den Euroraum ist jedoch aus grundsätzlichen und rechtlichen Überlegungen infrage zu stellen.

Überdies kaufen manche Fonds gezielt Papiere von Ländern mit Zahlungsschwierigkeiten auf. Für solche sogenannte Geierfonds – Panniza et al. (2009) sprechen von Distressed Debt Funds oder Vulture Funds – besteht das Geschäftsmodell darin, notleidende Staatsanleihen zu einem niedrigen Kurs am Sekundärmarkt aufzukaufen und gerichtlich ihre Forderungen zu einem deutlich höheren Nennwert durchzusetzen. Dabei winken hohe Gewinne auf Kosten des betroffenen Staates und der anderen Investoren, die sich an einer Umschuldung beteiligen und auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Dieses Geschäftsmodell ist durch die Entscheidung eines New Yorker Gerichts (vgl. Anhang) gestärkt worden; Holdout-Strategien könnten daher in Zukunft noch an Bedeutung gewinnen.

Gefahr von Rechtsunsicherheit

Bei einem ungeordneten Staatsbankrott kann Rechtsunsicherheit darüber bestehen, ob eine Schuldenrestrukturierung den betreffenden Staat dauerhaft vor erfolgreichen Klagen schützt und ihn so von seinen Schulden entlastet, sodass für das Land ein wirtschaftlicher Neuanfang möglich wird. Eine Insolvenzordnung kann (mehr) Rechtssicherheit schaffen (Gelpern, 2015).

Die im vorigen Abschnitt geschilderten neuen Rahmenbedingungen – staatliche Kreditaufnahme am anonymen Kapitalmarkt – haben Umschuldungsverhandlungen zunehmend einen Ad-hoc-Charakter gegeben und die Rechtsunsicherheit deutlich steigen lassen (Tietje, 2014, 6). Dieser Befund deckt sich mit den Ergebnissen einer empirischen Analyse, nach der die Anzahl der gerichtlichen Auseinandersetzungen stark zugenommen hat. Während in den 1980er Jahren noch weniger als 5 Prozent der Schuldenrestrukturierungen zu Gerichtsverfahren führten, waren es im vergangenen Jahrzehnt im Durchschnitt mehr als ein Drittel (Schumacher et al., 2014, 10, 35).

Umschuldungen ohne feststehende Regeln sind zwar in der Praxis durchaus möglich (vgl. Kapitel 1.4), doch die gestiegene Rechtsunsicherheit erschwert überschuldeten Staaten einen verlässlichen Neuanfang. Dass Staaten, die ihre Schulden umstrukturieren, noch lange Zeit damit zu kämpfen haben, zeigt sich erneut am Beispiel von Argentinien (vgl. Anhang), das freilich auch nicht sehr kooperativ mit seinen Gläubigern umging: Ende 2001 stellte das Land den Schuldendienst auf seine Verbindlichkeiten ein. In den Jahren 2005 und 2010 strukturierte es gut 90 Prozent seiner Auslandsschulden um, wobei die Gläubiger auf etwa 70 Prozent ihrer Forderungen verzichten mussten. Seit nunmehr zehn Jahren gibt es darüber Streit mit einer Reihe von Gläubigern, die sich der Umschuldung verweigert haben. Argentinien musste vor einem New Yorker Gericht eine herbe Niederlage einstecken. Eine Rückkehr an den Kapitalmarkt war ihm lange Zeit nicht möglich und gelang kürzlich nur mit Tricks und zu hohen Zinsen (FAZ, 2015).

Ad-hoc-Verfahren mit Schwächen

Ad-hoc-Verfahren – wie bei Entwicklungs- und Schwellenländern mit passablen Ergebnissen erprobt (Bi et al., 2011; Das et al., 2012; vgl. Kapitel 1.4)

und bei Griechenland ebenfalls angewendet – haben Schwächen und sind für die Bedingungen des Euroraums wenig geeignet.

Generell gilt: Ein Ad-hoc-Verfahren ist für die Finanzmarktakteure deutlich weniger einschätzbar und daher mit höherer Unsicherheit verbunden (Fuest et al., 2014). Bei einem verlässlicher vorgezeichneten und geordneten Verfahren wären zwar auch das Ausmaß und die genaue Gestaltung eines Schuldenerlasses nicht vorab kalkulierbar.[2] Doch ein geordnetes Verfahren würde mehr Sicherheit geben – vor allem, weil eher gewährleistet ist, dass Verhandlungen (und Moratorien) geordnet ablaufen und zeitlich befristet sind, Gläubiger fair und ähnlich behandelt werden und das Krisenland wegen eines Hilfs- und Reformprogramms bessere Erholungsperspektiven hat.

In der EWU sind höhere Anforderungen zu stellen, als die erwähnten Ad-hoc-Verfahren erfüllen können. Denn von einem schwer kalkulierbaren Staatsbankrott, der sich bei einem schlechten Verlauf möglicherweise doch ungeordnet und chaotisch entwickelt, sind gravierende Rückwirkungen auf andere Euroländer zu erwarten – aufgrund der starken finanziellen und realwirtschaftlichen Verflechtungen im Euroraum. Sollten zudem größere Euromitglieder von einer Staatsinsolvenz betroffen sein, wäre die wirtschaftliche Relevanz – und damit das Rückwirkungspotenzial – sehr viel höher als bei einer Insolvenz der meisten Entwicklungs- und Schwellenländer.

Fehlanreize für die Fiskalpolitik

Wenn ein staatlicher Zahlungsausfall wegen fehlender Insolvenzordnung und der Erwartung eines Bailouts relativ unwahrscheinlich wird, verlangen die Finanzmärkte zu niedrige Risikoprämien und Staaten können sich zu günstig und daher tendenziell zu stark verschulden. Eine Insolvenzordnung kann diese Fehlanreize mindern, indem sie die sogenannte No-Bailout-Klausel im Euroraum glaubwürdig macht und die Disziplinierungswirkung der Finanzmärkte erhöht.

2 Allenfalls wäre für eine etwas verbesserte Kalkulationsgrundlage die Einführung einer Maximalgrenze für den Schuldenschnitt möglich, indem die Staatsschuldenquote nicht unter 60 Prozent der Wirtschaftsleistung sinken darf (Fuest et al., 2014).

Die in Artikel 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der EU (AEUV) verankerte No-Bailout-Klausel besagt, dass weder die EU noch ein Mitgliedstaat für die Schulden eines anderen Mitgliedstaates haftet. Diese Klausel kann nur mithilfe eines geregelten Insolvenzverfahrens auf Dauer glaubwürdig sein. Nur dann könnte ein Land sich nicht mehr darauf verlassen, dass es im Fall einer Überschuldung von den übrigen Ländern oder der Union durch finanzielle Hilfen vor einem Zahlungsausfall gerettet würde. Dadurch würde auch der Anreiz für eine nachhaltige Finanzpolitik zunehmen (SVR, 2013, Tz. 273 ff.). Die Regelung hätte in einem größeren Maß ihre beabsichtigte vorbeugende Anreizwirkung für eine solide Fiskalpolitik.

Auch die Disziplinierungswirkung der Finanzmärkte würde gestärkt. Denn den Märkten würde signalisiert, dass der Euroraum nicht bereit ist, einen Mitgliedstaat dauerhaft zu „retten". Der Grund hierfür ist, dass Gläubiger einen möglichen Staatsbankrott in ihre Zinsforderungen für Staatsanleihen einpreisen werden. Damit steigen die Zinsen besonders für jene Länder, die schon hochverschuldet sind. Die Gläubiger werden außerdem die Kreditwürdigkeit eines Staates genauer prüfen. Befürworter einer Insolvenzordnung von Staaten erwarten auch davon eine disziplinierende Wirkung auf die staatliche Schuldenaufnahme (Feld, 2011, 61 f.).

Gefahr einer Transferunion im Euroraum

Ohne Insolvenzmechanismus droht bei fehlender Kapitalmarktfähigkeit eines Krisenlandes ein Ausstieg aus einem Hilfsprogramm nicht glaubwürdig zu sein. Außerdem könnten die Finanzhilfen zu Dauertransfers werden. In dieser Hinsicht ist ein glaubwürdiger und funktionsfähiger Staatsinsolvenzmechanismus eine unverzichtbare instrumentelle Ergänzung zu ESM und EZB, um eine Transferunion zu vermeiden.

2.2 Relativierung der Gegenargumente

Eine Staatsinsolvenz kann allerdings auch erhebliche ökonomische Schwierigkeiten mit sich bringen (Übersicht 3). Auf wichtige Probleme wird im Folgenden näher eingegangen. Dabei wird die These vertreten, dass eine Minderung der möglichen Nachteile durch geeignete Maßnahmen (vgl.

Kapitel 4) hinreichend möglich ist, um die Einführung eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens befürworten zu können.

Argumente gegen ein Staatsinsolvenzverfahren

Übersicht 3

Rechtsbruch und Umverteilungswirkung
Eine Schuldenrestrukturierung hat in der Regel den Charakter eines Vertragsbruchs und hat erhebliche Umverteilungswirkungen zulasten der Gläubiger von Staatsschulden.

Fehlanreize zu strategischer Entschuldung und übermäßiger Verschuldung
Wenn Staaten damit rechnen können, sich in einem geordneten und finanziell abgefederten Insolvenzverfahren zu entschulden, könnten sie sich höher verschulden und das Insolvenzverfahren als strategisches Instrument zur Teilentschuldung nutzen.

Höhere Risikoprämien und Gefahr für Finanzmarktstabilität
Die Möglichkeit eines relativ leicht durchführbaren staatlichen Insolvenzverfahrens kann zu höheren Risikoprämien für Staatsanleihen führen. Zudem kann die Unsicherheit auf den Finanzmärkten zunehmen. Denn es ist nicht auszuschließen, dass Investoren schon bei den ersten Anzeichen drohender Zahlungsschwierigkeiten ihre Anlagen verkaufen und so eine sich selbst erfüllende Prophezeiung generieren.

Stigmatisierung und erschwerte Rückkehr an den Finanzmarkt
Da nach einem Staatsbankrott in der Regel das Vertrauen der Anleger erschüttert ist, kann eine Rückkehr an den Finanzmarkt erschwert werden oder zumindest können die anfänglichen Risikoprämien relativ hoch liegen, sodass erneut hohe Zinsbelastungen des Staatshaushalts drohen.

Gefahr von Ansteckungseffekten auf andere Länder
Der Staatsbankrott eines Landes kann zu Ansteckungseffekten führen, indem die Risikoprämien für andere Euroländer steigen, weil Finanzmarktakteure generell verunsichert werden oder wirtschaftliche Parallelen ziehen. Damit könnten diese Länder im schlimmsten Fall auch in die Zahlungsunfähigkeit gedrängt werden.

Eigene Zusammenstellung auf Basis einer Auswertung relevanter Quellen im Literaturverzeichnis

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Rechtsbruch und Umverteilungswirkung

Eine Schuldenrestrukturierung ist in der Regel ein Vertragsbruch und hat erhebliche Umverteilungswirkungen zulasten der Gläubiger von Staatsschulden. Beide Aspekte lassen sich bis zu einem gewissen Maß relativieren:

- Erstens kann in den Ausgabebedingungen der staatlichen Wertpapiere unter bestimmten Bedingungen die Möglichkeit einer Umschuldung vorgesehen werden (vgl. Kapitel 3).

- Zweitens ist entscheidend, mit welchem Szenario ein Forderungsverlust der Gläubiger verglichen wird. In Relation zu einer theoretischen vollstän-

digen Rückzahlung ist der Verlust in vollem Maß relevant. Doch das Kalkül der Gläubiger ist anders, wenn der hochverschuldete Staat unter einer gravierenden ökonomischen Krise leidet und eine volle Schuldenrückzahlung nicht mehr realistisch ist. Dann drohen mit fortschreitender Krise immer größere Forderungsverluste. In dieser Lage kann es für Gläubiger rational sein, sich auf Umschuldungsverhandlungen und Schuldenrestrukturierungen einzulassen, um weitere Verluste zu begrenzen.

Fehlanreize zu strategischer Entschuldung und übermäßiger Verschuldung

Wenn Staaten damit rechnen können, sich in einem geordneten und finanziell abgefederten Insolvenzverfahren zu entschulden, könnten sie sich höher verschulden und das Insolvenzverfahren als strategisches Instrument zur Teilentschuldung nutzen.

Ohnehin implizieren die in Kapitel 1.2 beschriebenen völkerrechtlichen Rahmenbedingungen einen Anreiz für staatliche Schuldner, sich hoch zu verschulden und eine Staatsinsolvenz als strategisches Instrument zu nutzen, um sich später (teilweise) wieder zu entschulden oder die Bedienung der öffentlichen Schuld einzustellen (Roubini, 2002, 329). Dabei kann zunächst einmal außer Acht bleiben, dass sich der Grundsatz der Staatenimmunität in den letzten Jahrzehnten durchaus abgeschwächt hat (Panizza et al., 2009, 652). Allerdings sind diese Fehlanreize in der Praxis relativ begrenzt, anderenfalls müsste es gerade auch unter mächtigen Industrieländern sehr viel häufiger zu Staatsbankrotten kommen. Offenbar gibt es für Staaten einen relativ starken Anreiz, ihren Verpflichtungen gegenüber den Gläubigern nachzukommen. Denn ein (ungeordneter) Staatsbankrott bringt in der Regel massive wirtschaftliche Probleme mit sich (vgl. Kapitel 2.1) und kann zu unliebsamen Konsequenzen führen (Busch et al., 2010, 10 f. und die dort zitierte Literatur). Politökonomisch riskiert eine Regierung daher ihre Wiederwahl, wenn sie bewusst auf einen Staatsbankrott zusteuert. Auch drohen anhaltende Reputationsschäden bei der Rückkehr an den Kapitalmarkt (vgl. übernächsten Abschnitt).

Diese politischen und volkswirtschaftlichen Kosten eines Staatsbankrotts könnten durch einen zu sanft gestalteten Insolvenzmechanismus entschei-

dend reduziert werden, sodass das zuvor geschilderte grundlegende Anreizproblem hervorzubrechen droht (und Staaten sich zu hoch verschulden und sich strategisch entschulden). Dieses Risiko lässt sich jedoch eindämmen. So darf ein Insolvenzverfahren immer nur die Ultima Ratio sein und muss zudem mit hohen politischen Kosten verbunden bleiben (vgl. Kapitel 4).

Höhere Risikoprämien und Gefahr für Finanzmarktstabilität

Die Möglichkeit eines relativ leicht durchführbaren staatlichen Insolvenzverfahrens kann zu höheren Risikoprämien für Staatsanleihen führen, weil die Finanzmarktakteure mit höherer Wahrscheinlichkeit mit Forderungsverlusten rechnen. Zudem kann die Unsicherheit auf den Finanzmärkten zunehmen. So kann es dazu kommen, dass Investoren schon bei den ersten Anzeichen von drohenden Zahlungsschwierigkeiten ihre Anlagen verkaufen und es schnell zu einer Krise am Staatsanleihemarkt kommt. Doch auch diese Nachteile lassen sich teilweise relativieren.

So sind höhere und dem Anlagerisiko angemessene Risikoprämien aus ordnungsökonomischer Sicht gerade erwünscht, um Anreize für eine solide Fiskalpolitik zu erzeugen (vgl. Kapitel 2.1). Für die Regierungen sind höhere Staatsanleihezinsen aber zweifellos unbeliebt, weil sie den fiskalpolitischen Handlungsspielraum verringern. Der politische Widerstand gegen geregelte Insolvenzverfahren hat hierin eine zentrale Ursache.

Das Risiko einer vorverlagerten Finanzkrise ist durchaus relevant, da es am Finanzmarkt das Phänomen eines sogenannten Rush to the Exit gibt (Roubini/Setser, 2004). Demnach haben Finanzmarktakteure bei einer drohenden Krise den Anreiz, sich möglichst früh und schnell von ihren Forderungen (zum Beispiel Staatsanleihen) zu trennen, um zu vermeiden, dass ihnen bei immer stärker fallenden Kursen zunehmend größere Verluste entstehen. Dies kann im Zuge eines Herdenverhaltens der Anleger zu einer übereilten und massiven Verkaufswelle führen. Auch kann so eine sich selbst erfüllende Prophezeiung generiert werden. Diese Problematik war ein Kernargument gegen die Einführung eines statutarischen Verfahrens durch den IWF (vgl. Kapitel 1.4). Diese Gefahr lässt sich zwar nicht bannen, jedoch durch eine kluge Gestaltung mindern (Kapitel 4).

Stigmatisierung und erschwerte Rückkehr an den Finanzmarkt

Da nach einem Staatsbankrott in der Regel das Vertrauen der Anleger erschüttert ist, kann eine Rückkehr an den Finanzmarkt erschwert werden oder zumindest können die anfänglichen Risikoprämien relativ hoch liegen, sodass erneut starke Zinsbelastungen des Staatshaushalts drohen.

Frühere empirische Analysen, die zahlreiche Staatsbankrotte von Entwicklungs- und Schwellenländern untersuchen, sind diesbezüglich allerdings nicht eindeutig. Ein Studienüberblick (Panizza et al., 2009) zieht die Schlussfolgerung, Kapitalmärkte würden letztlich vergeben und vergessen, da es in der Regel nur für eine vorübergehende Phase (etwa zwei Jahre) schwierig und moderat teurer bleibe, an neue internationale Kredite zu kommen. Dem widerspricht eine systematische Studie, die ihre Resultate aus einer sehr breiten Datengrundlage ableitet und dazu 180 Umschuldungen von 68 Staaten zwischen 1970 und 2010 detailliert untersucht hat (Cruces/Trebesch, 2011). Demnach vergessen die Investoren nicht so leicht. Vielmehr ist die Rückkehr an den Finanzmarkt umso schwerer, je höher der Schuldenerlass (Haircut) ist, den die Gläubiger leisten müssen.

Daraus lassen sich mehrere Schlussfolgerungen ziehen, um die Hindernisse für eine Rückkehr an den Finanzmarkt gering zu halten. Erstens sollte der Haircut nicht zu groß ausfallen. Dies ist eher gegeben, wenn es nicht zu einer Insolvenzverschleppung kommt (vgl. Kapitel 2.1). Zweitens könnte eine Rückkehr an den Finanzmarkt durch die Gemeinschaft der Euroländer durch adäquate Instrumente unterstützt werden. Drittens sind Anreize für den Schuldnerstaat nötig, um durch ein kooperatives Verhalten selbst für möglichst günstige Rückkehrbedingungen zu sorgen.

Gefahr von Ansteckungseffekten auf andere Länder

Der Staatsbankrott eines Landes kann zu Ansteckungseffekten führen, indem die Risikoprämien auf Staatsanleihen anderer Euroländer steigen, weil Finanzmarktakteure generell verunsichert werden oder wirtschaftliche Parallelen ziehen. Damit könnten diese Länder im schlimmsten Fall auch in die Zahlungsunfähigkeit gedrängt werden. Damit würden von der Insolvenz eines Mitgliedstaates Gefahren für die Finanzstabilität des gesamten Wäh-

rungsraums ausgehen (Gianvity et al., 2010, 25). Derartige Ansteckungseffekte lassen sich jedoch durch geeignete Mechanismen, die allerdings kostenträchtig sein können, weitgehend verhindern.

Zwischenfazit

Insgesamt gesehen sind die Nachteile und Risiken eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens durchaus relevant. Sie lassen sich aber durch klug konzipierte Gegenmaßnahmen so weit bekämpfen, dass die Vorteile eines solchen Verfahrens die Nachteile klar überwiegen. Auch andere Autoren sind dieser Meinung, sodass inzwischen eine größere Anzahl von mehr oder weniger detailliert ausgearbeiteten Vorschlägen für die Gestaltung eines Staatsinsolvenzverfahrens existiert. Allerdings sind die politischen Widerstände nicht zu unterschätzen, vor allem da Finanzmarktakteure mit höheren Verlustrisiken und Regierungen daher in normalen Zeiten mit höheren Zinskosten rechnen müssen.

3 Bisherige Vorschläge für Staatsinsolvenzverfahren

Als Reaktion auf die Euro-Schuldenkrise mehrten sich die Forderungen nach einem Insolvenzverfahren für Staaten. Von diesen Vorschlägen werden einige wichtige im Folgenden vorgestellt. Ein tabellarischer Überblick über wesentliche Charakteristika der Vorschläge findet sich am Ende dieses Kapitels in Übersicht 5.

Grundsätzlich lassen sich die Vorschläge danach unterscheiden, ob sie ein schiedsgerichtliches Verfahren vorsehen, einen Regelmechanismus als Auslöser für ein Insolvenzverfahren installieren wollen – also einen automatischen Auslösemechanismus präferieren – oder ob sie eine eher diskretionäre Lösung bevorzugen, die auf einen Automatismus verzichtet. In diesem Fall stellt sich die Frage, wer berechtigt ist, ein solches Verfahren auszulösen.

Ökonomen präferieren eher eine Regelbindung, weil sie den politischen Handlungsspielraum eng halten wollen. Juristen plädieren in der Regel für statutarische Elemente in Form eines Schiedsgerichts oder einer anderen neutralen Instanz. Sie argumentieren, dass Politiker Gläubiger sind oder diese vertreten. Politiker verfolgten damit Interessen, die denen der Schuldner diametral entgegengesetzt sind (Paulus, 2013b, 211). Wegen dieser Parteilichkeit liegt es nahe, die Probleme zwischen Schuldner und Gläubiger durch eine neutrale Instanz, zum Beispiel einen Richter, lösen zu lassen, und das auf der Basis klarer, transparenter und kalkulierbarer Regeln. Von einem formellen juristischen Verfahren wird erwartet, dass es Struktur und Berechenbarkeit in eine chaotische Situation bringt (Nunner-Krautgasser, 2013, 4). Ein rechtlicher Mechanismus lasse sich nicht einfach durch politischen Willen umstoßen (Nunner-Krautgasser, 2013, 31 f.). Ob sich Politiker von Ökonomen und Juristen auf deren je eigene Weise das Heft des Handelns aus der Hand nehmen lassen, bleibt allerdings offen.

3.1 Vorschläge mit schiedsgerichtlichem Verfahren

Die folgenden Vorschläge bauen auf statutarischen und schiedsgerichtlichen Elementen auf.

Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) des IWF

Ein früher Vorschlag für ein geregeltes juristisches Verfahren mit statutarischen Elementen ist die Schaffung eines Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM), den bereits Anfang der 2000er Jahre die damalige stellvertretende IWF-Generaldirektorin Anne O. Krueger machte (Krueger, 2002; Paulus, 2009; Benninghofen, 2014, 33; Herdegen, 2014, 386). Kern des von der Argentinienkrise beeinflussten Vorschlags ist, dass eine Mehrheit der Gläubiger mit ihrem Votum eine Minderheit an die Bedingungen einer Umschuldung binden kann. Ausgelöst wird der Mechanismus durch einen Antrag des Schuldnerstaates. Vorgeschlagen wurde ferner ein Einfrieren der Zins- und Tilgungszahlungen, ein Schutz zugunsten elementarer Staatsfunktionen sowie die Durchführung und Überwachung eines Sanierungsprogramms. Außerdem sollte eine gerichtsähnliche Institution zur Beilegung von Streitigkeiten geschaffen werden. Der Mechanismus sollte in den Sta-

tuten des IWF verankert werden, um alle Mitgliedstaaten zu binden. Daher rührt die Bezeichnung statutarischer Ansatz (Nunner-Krautgasser, 2013, 12). Ziel dieses Ansatzes ist ein rechtlicher Rahmen für ein transparentes und faires Verhandlungsverfahren zwischen Schuldner und Gläubigern.

Der Vorschlag wurde zunächst auf der Frühjahrstagung 2003 des IWF behandelt (Eichengreen, 2003, 89), dann aber aus politischen Gründen nicht weiterverfolgt (Nunner-Krautgasser, 2013, 13). Sowohl die USA als auch manche Entwicklungsländer lehnten den Vorschlag ab, weil sie wohl vor allem eine Verteuerung der Kapitalaufnahme fürchteten. Kritiker sahen zudem ein Problem darin, dass der IWF als Mitgläubiger eine zentrale Rolle beim SDRM spielen sollte, und befürchteten Interessenkonflikte (Paulus, 2009, 13).

In jüngerer Vergangenheit gibt es beim IWF vor allem im Lichte der US-Gerichtsurteile im Fall Argentiniens Bestrebungen, den vertragsbasierten Ansatz über Umschuldungsklauseln (vgl. Kapitel 4.2) effektiver zu machen (IWF, 2014a; 2014b). Dazu wird vor allem vorgeschlagen, die in Staatsanleihebedingungen üblicherweise enthaltene Anforderung zur Gleichbehandlung aller Gläubiger (pari passu, pro rata) aufzuweichen, die im Fall Argentiniens wichtig war (vgl. Anhang). Zudem sollten Umschuldungsklauseln nach Ansicht des IWF eine alleinstehende Abstimmungsregel ermöglichen. Überdies werden Anpassungen der IWF-Praxis in der Kreditvergabepolitik erwogen, um den Umgang mit hochverschuldeten Staaten zu verbessern.

Fair and Transparent Arbitration Process (FTAP) von Raffer

Ebenfalls auf Entwicklungs- und Schwellenländer zugeschnitten ist der Vorschlag eines Fair and Transparent Arbitration Process (FTAP), der auf Raffer zurückgeht und von Nichtregierungsorganisationen unterstützt wird (Raffer, 2010, 79; Das et al., 2012, 89). Raffer lehnt seinen Vorschlag an die Vorschrift des Kapitels 9 des US-amerikanischen Insolvenzrechts an, die das Insolvenzverfahren für Gebietskörperschaften regelt (Übersicht 4). Er betont die Notwendigkeit einer unabhängigen Entscheidungsinstanz: Niemand dürfe Richter in eigener Sache sein. Raffer schlägt eine nicht ständige internationale Schiedsinstanz vor. Gemäß internationaler Rechtspraxis soll jede Partei ein oder zwei Schlichter bestimmen, die ihrerseits einen weiteren

Schlichter wählen. Wenn ein Land Insolvenzschutz beantragt, würde dies die (vorübergehende) Einstellung der Zins- und Tilgungszahlungen auslösen, über deren Wirksamkeit die Schiedsinstanz zu entscheiden hat. Es wäre zudem die Aufgabe der Schlichter, zwischen den Parteien zu vermitteln, Verhandlungen zu führen und gegebenenfalls zu entscheiden.

Kapitel 9 der US-amerikanischen Konkursordnung als Vorbild? Übersicht 4

Kapitel 9 des US-amerikanischen Insolvenzrechts regelt das Verfahren im Fall einer insolventen Kommune (Municipality), aber auch von Gemeindeverbänden wie Kanalbetreibern oder Bewässerungsbezirken. Es handelt sich um ein Planverfahren zur Restrukturierung von öffentlichen Schulden. Ein wichtiger Grundsatz ist, dass in der Regel das kommunale Vermögen, das im öffentlichen Interesse genutzt wird, nicht verwertet werden kann. Eine Liquidation ist damit ausgeschlossen. Insolvenzgericht und Gläubiger dürfen überdies nicht in die Regierungsangelegenheiten der betroffenen Kommune eingreifen. Die Gemeinde soll weiterbestehen und ihre Aufgaben erfüllen können. Einen Antrag auf Eröffnung des Verfahrens kann nur der Schuldner stellen. Wird ein Verfahren eröffnet, so kommt es zu einem Moratorium, das heißt zur Zahlungseinstellung. Außerdem ist es den Gläubigern verwehrt, ihre Forderungen gerichtlich geltend zu machen. Inhaltlich wird das Verfahren mit einem Plan über die Restrukturierung der Schulden geregelt, den der Schuldner vorzulegen hat. Der Plan ist mit den Gläubigern abzustimmen. Die Gläubiger werden in Gruppen eingeteilt, es gelten verschiedene Mehrheitsregeln. Der Plan muss vom Gericht sanktioniert werden, das auch die fehlende Zustimmung einer Gläubigergruppe unter bestimmten Voraussetzungen ersetzen kann. Das Verfahren wurde mehr als 600-mal angewendet. Prominentes Beispiel ist die Stadt Detroit, die im Juli 2013 Insolvenz beantragte; im November 2014 bestätigte der Insolvenzrichter den Sanierungsplan.

Quellen: Kodek, 2012b; Blankart/Ehmke, 2014; Rempp, 2014, 9

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Resolvenzverfahren und -gericht von Paulus

Auch Paulus (2013b, 212 ff.) schlägt ein schiedsgerichtliches Staatsinsolvenzverfahren vor, das aber stärker formalisiert ist als bei Raffer. Das Resolvenzverfahren von Paulus besteht aus einer Vertragsklausel und einem Resolvenzgericht sowie einer Verfahrensordnung. Vereinbarungen über Staatsanleihen sollen eine Vertragsklausel enthalten, wonach der Anleiheschuldner berechtigt ist, ein Resolvenzverfahren beim Resolvenzgericht zu beantragen. Dies mache einen multilateralen Gesetzgebungsakt entbehrlich.

Das Resolvenzgericht wird als Alternative zu komplexen materiellen Regelungen gesehen. Seine Verfahrensordnung bietet eine Plattform, auf der die Betroffenen des staatlichen Zahlungsausfalls gemeinsam eine Lösung herbeiführen sollen. Inhaltlich sollen sich die Verfahrensregeln an einer Sanie-

rung des Schuldners orientieren, wobei das US-amerikanische Kapitel-11-Verfahren (Reorganisation von Unternehmen) und das deutsche Insolvenzplanverfahren als Orientierung dienen können.

Das Resolvenzverfahren beginnt mit einem Antrag des Schuldnerstaates; nur er ist aus Gründen der staatlichen Souveränität antragsberechtigt. Mit dem Antrag ist ein Plan verbunden, in dem der Schuldner darzulegen hat, wie die Restrukturierung vor sich gehen soll, welcher Beitrag von den Gläubigern erwartet wird und welche Maßnahmen das Schuldnerland ergreifen will. Das Resolvenzgericht muss die Seriosität dieses Plans prüfen. Es kann gegebenenfalls den Antrag als missbräuchlich zurückweisen. Nach einer festgelegten Zeitspanne muss über den Plan abgestimmt werden. Der Schuldner benötigt die Zustimmung der Gläubiger mit einer noch näher zu bestimmenden qualifizierten Mehrheit (Paulus, 2013b, 218). Den Richtern kommt dabei nicht nur die Rolle von Moderatoren zu, sie können im Fall einer Blockadehaltung das Stimmrecht einschränken oder übernehmen.

Der Vorschlag verzichtet auf komplexe materielle Regelungen und orientiert sich dabei an dem bei der Weltbank eingerichteten International Centre for the Settlement of Investment Disputes (ICSID), einer Schiedsgerichtsplattform, die eine prozedurale Basis für Streitigkeiten zwischen Staaten und grenzüberschreitend tätigen Investoren bietet. Hier hat sich infolge der Schiedssprüche ein Völkerinvestitionsrecht herausgebildet (Paulus, 2013b, 215). Sowohl für den Vorschlag von Raffer als auch für den Vorschlag von Paulus gilt, dass bei ihnen der Einfluss des IWF im Vergleich zu dem SDRM von Krueger geringer wäre.

3.2 Vorschläge mit automatischem Auslösungsmechanismus

Folgende Vorschläge verzichten weitgehend auf statutarische Elemente. Sie setzen für die Auslösung einer Staatsinsolvenz in unterschiedlicher Intensität auf Automatismen nach Überschreitung bestimmter Schwellenwerte.

Staatsinsolvenzverfahren der EEAG

Einen recht detaillierten Vorschlag für ein Staatsinsolvenzverfahren, in dem der ESM eine wichtige Rolle spielt, präsentierte 2011 die European Econo-

mic Advisory Group (EEAG, 2011, 84 ff.). Drei Stufen werden unterschieden: Illiquidität, drohende Insolvenz und tatsächliche Insolvenz.

- Die erste Stufe betrifft eine Situation, in der ein Land seine Schulden nicht mehr bedienen kann. Wenn die garantierenden Staaten, die EZB und der IWF einstimmig bestätigen, dass nur eine Liquiditätskrise besteht, bekommt das Land kurzfristige Kredite des ESM mit einer maximalen Laufzeit von zwei Jahren, um die in dieser Periode fälligen Schulden bedienen zu können und um fiskalische Defizite zu finanzieren, allerdings begrenzt auf die durch den reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgegebenen Grenzen. Wenn es dem Land nach dieser zweijährigen Periode nicht gelingt, an den Finanzmarkt zurückzukehren, muss ein Insolvenzverfahren wie in der zweiten Stufe ausgelöst werden.

- Die zweite Stufe gilt für ein Land, dessen Verschuldungsquote mehr als 120 Prozent des BIP ausmacht. Ein solcher Staat kann nicht mehr auf Illiquidität plädieren, sondern muss eine drohende („impending") Insolvenz anmelden. Im Fall der drohenden Insolvenz gilt, dass das betreffende Land innerhalb von zwei Monaten auf der Basis von Umschuldungsklauseln (vgl. Kapitel 4.2) im Rahmen einer Marktlösung ein Schuldenerleichterungsprogramm mit seinen Gläubigern aushandeln muss, allerdings nur für die bald fällig werdenden Staatsanleihen. Der ESM kann hier mit kurzfristigen Krediten für laufende Staatsaktivitäten helfen (Cash Advances).

- Kommt es nicht zu einer Einigung, wird der dritte Schritt des Krisenmechanismus aktiviert. Die neue Verhandlungsperiode ist ebenfalls auf zwei Monate begrenzt. Jetzt nehmen auch Vertreter des ESM, der EZB und des IWF an den Verhandlungen teil. Es kommt – nur für die fällig werdenden Anleihen – zu einem automatischen Schuldenschnitt, über dessen Höhe allerdings verhandelt wird. Die Schuldenreduktion soll innerhalb vorgegebener Grenzen von mindestens 20 und maximal 50 Prozent liegen und sich an den Marktwerten der Staatsanleihen orientieren. Im Zuge der Umschuldung werden die getauschten Anleihen zu 80 Prozent des verringerten Werts vom ESM garantiert, wobei die Garantien generell auf einen Schuldenwert von maximal 30 Prozent des BIP des betroffenen

Landes begrenzt werden sollen. Kommt es nicht zu einer Verhandlungslösung, muss das Schuldnerland einseitig einen Restrukturierungsplan vorlegen. In diesem Fall gibt es aber keine ESM-Garantien.

Wenn diese Maßnahmen nicht dafür ausreichen, dass das betroffene Land wieder an die Kapitalmärkte zurückkehren kann, muss es ein Schuldenmoratorium für seine gesamte ausstehende Staatsschuld erklären. In diesem Stadium gewährt der ESM keinen Schutz gegen Verluste. Er kann jedoch die Ausgabe von Anleihen zur Finanzierung des Primärdefizits in einer Höhe von 80 Prozent garantieren. Voraussetzung ist die strikte Konditionalität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

Insolvenzordnung des Sachverständigenrats (SVR)

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) hat im Rahmen eines langfristigen Ordnungsrahmens für den Euroraum einen regelorientierten Vorschlag präsentiert (SVR, 2011, Tz. 245; 2012, Tz. 183). Dabei spielt der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) eine wichtige Rolle: Länder, deren Staatsschulden weniger als 60 Prozent ihres BIP ausmachen, erhalten im Fall von Zahlungsschwierigkeiten schnell Zugang zu einem Kredit des ESM. Länder mit einem Schuldenstand zwischen 60 und 90 Prozent ihres BIP bekommen einen Kredit vom ESM, wenn sie sich zu einem mehrjährigen makroökonomischen Anpassungsprogramm verpflichten. Länder mit einem Schuldenstand von mehr als 90 Prozent erlangen nur dann einen Kredit beim ESM, wenn sie nicht nur Auflagen im Rahmen eines Anpassungsprogramms akzeptieren, sondern auch eine Umstrukturierung ihrer Schulden unter Beteiligung der Privatgläubiger aushandeln. Diese Regelung sollte nach Ansicht des SVR allerdings erst längerfristig eingeführt werden, wenn der Schuldenüberhang aus der Vergangenheit abgebaut ist.

European Sovereign Debt Restructuring Mechanism (ESDRM) von Weder di Mauro/Zettelmeyer

Ähnliche Schwellenwerte spielen auch eine wichtige Rolle im Vorschlag von Weder di Mauro/Zettelmeyer (2010) für einen Schuldenumstrukturierungs-

mechanismus (European Sovereign Debt Restructuring Mechanism – ESDRM) für die Euroländer, der vermutlich die Grundlage für den Vorschlag des Sachverständigenrats bildet. Die finanzielle Unterstützung überschuldeter Länder durch einen Finanzierungsmechanismus sollte dabei verbindlich an eine Schuldenumstrukturierung gekoppelt sein. Ein gemeinsam von den Euroländern beschlossener Mechanismus würde die Legitimität seiner Inanspruchnahme stärken und wäre daher Ad-hoc-Lösungen vorzuziehen. Außerdem wäre es dann möglich, die Schuldenrestrukturierung mit einem Anpassungs- und Reformprogramm im überschuldeten Land zu verbinden. Der ESDRM soll nach diesem Vorschlag auch eine abschreckende Wirkung entfalten.

Die Schwellenwerte sind ebenfalls an den Maastricht-Kriterien orientiert, mit einem Schwellenwert (staatlicher Schuldenstand unter 60 Prozent des BIP und hier auch noch für die Neuverschuldung von unter 3 Prozent des BIP) für Finanzhilfen ohne und bei Überschreitung dieser Grenzen mit einem obligatorischen Reformprogramm. Oberhalb eines weiteren oberen Schwellenwerts sind Finanzhilfen ebenfalls an die Auslösung des Insolvenzmechanismus (hier des ESDRM) durch das überschuldete Land geknüpft. Zum oberen Schwellenwert machen die Autoren keinen numerischen Vorschlag. Zwar wäre ein genauer Schwellenwert einfach und transparent. Er sage aber nur wenig über die Schuldentragfähigkeit eines Landes aus, die von anderen Faktoren abhängig sei. Würde der obere Schwellenwert zu niedrig angesetzt, würden Länder von fiskalischer Unterstützung abgeschnitten, die sich durch eine fiskalische Anpassung kurieren könnten. Wäre er zu hoch festgelegt, würde dem Disziplinierungseffekt des ESDRM geschadet. Die Autoren schlagen vor, einen Wert deutlich über 60 Prozent des BIP, aber unterhalb der Werte der am höchsten verschuldeten Euroländer zu suchen. Diesen Ländern sollte eine Übergangsperiode zur Reduzierung ihres Schuldenstands eingeräumt werden. Alternativ könnte die Inanspruchnahme des ESDRM an das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit und an eine Entscheidung der EU-Kommission gebunden werden.

European Sovereign Debt Restructuring Regime (ESDRR) des CIEPR

Die Autorengemeinschaft des Committees on International Economic Policy and Reform (CIEPR) bezieht sich bei ihrem Vorschlag eines European Sover-

eign Debt Restructuring Regime (ESDRR) auf Weder di Mauro/Zettelmeyer (2010) sowie den SVR (2012). Die Autoren (Buchheit et al., 2013a, 35 ff.) knüpfen finanzielle Hilfen damit auch an die beschriebenen Schwellenwerte. Der Vorschlag diskutiert die Problematik einfacher Schwellenwerte (Staatsverschuldung in Prozent des BIP), erteilt jedoch der Forderung nach länderspezifischen Quoten eine Absage. Die Untergrenze soll bei 60 Prozent des BIP liegen. Bei der Obergrenze, ab der eine Umschuldung obligatorisch wird, sehen die Autoren noch Forschungsbedarf, halten aber einen Wert von etwa 90 Prozent des BIP für angemessen. Ein Schuldenschnitt soll daher auch zu einer Staatsschuldenquote von unter 90 Prozent des BIP führen.

Zudem soll der ESM-Vertrag um zwei Regelungen ergänzt werden. Zum einen sollen die Finanzhilfen des ESM an die Schwellenwerte gebunden werden, um diskretionäre Entscheidungen zu unterbinden. Zum anderen soll durch die Einführung einer Immunitätsklausel für Staaten, die sich in einem Hilfsprogramm befinden, die Strategie der Holdouts durchkreuzt werden. Damit die Finanzierungsregeln des ESM nicht umgangen werden, wird nach diesem Vorschlag eine Finanzierung von Hilfsmaßnahmen durch den IWF ausgeschlossen. Das Holdout-Problem soll dadurch angegangen werden, dass die im Euroraum neu eingeführten Umschuldungsklauseln (vgl. Kapitel 4.2) so geändert werden, dass keine Abstimmung mehr auf Basis von einzelnen Emissionsklassen von Staatsanleihen nötig ist. Dabei verweisen die Autoren darauf, dass dies eine deutliche Abweichung von der internationalen Rechtspraxis darstellt und sichergestellt sein sollte, dass Minderheitsgläubiger einzelner Emissionen durch die Mehrheit nicht wirtschaftlich benachteiligt werden. Der Vorschlag soll allerdings erst auf die lange Frist zum Einsatz kommen.

Sovereign Contingent Convertible Bonds von Mody

Einen gegenüber den bisher vorgestellten Ansätzen noch stärkeren Automatismus weist der Vorschlag von Mody (2013) auf: Die Vertragsbedingungen von Staatsanleihen sollen Klauseln über eine automatische Umstrukturierung von Schulden enthalten, wenn der Schuldenstand einen bestimmten, vereinbarten Anteil am BIP übersteigt. Staatsschulden ähneln damit sogenannten Contingent Convertible Bonds (CoCos) oder nachrangigen Schuld-

verschreibungen, bei denen Fremdkapital beim Eintritt bestimmter Kriterien in Eigenkapital umgewandelt wird, etwa im Bankenbereich. Denkbar wären in einem solchen Fall beispielsweise Laufzeitverlängerungen.

Die Anleihen könnten überdies zusätzliche, höhere Schwellenwerte enthalten, bei deren Überschreitung die Rückzahlung der Schulden von der wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung des Landes abhängig wird. Ein weiterer Auslöser für eine Änderung der Rückzahlungsbedingungen könnte sein, wenn das Land um offizielle Finanzhilfen nachsucht.

Wegen der mit dem Vorschlag verbundenen Verteuerung der Staatsschulden erhofft sich Mody, dass die Tendenz zur Überschuldung von Staaten gebremst wird. Die möglichen negativen Auswirkungen schätzt der Autor eher gering ein. Die Märkte präferierten die Sicherheit bei Umschuldungen gegenüber Ad-hoc-Prozessen. Gläubiger seien realistisch bezüglich der Fähigkeit von Staaten, Schulden zurückzuzahlen; sie würden Staatsbankrotte einkalkulieren. Sie hätten überdies ein Interesse daran, nach einer Umschuldung neue Kredite zu vergeben, um von den neuen Wachstumsmöglichkeiten im Schuldnerland zu profitieren.

Der Vorschlag wird auch mit der vom Autor kritisierten Austeritätspolitik begründet, mit der der Euroraum auf die Krise in einigen Ländern reagiert habe (Mody, 2013, 8 ff.). Diese Politik habe Wachstumsmöglichkeiten begrenzt, Wachstum sei aber notwendig für die Schuldenreduktion. Austerität könne damit teurer sein als eine Umstrukturierung der Staatsverschuldung. An anderer Stelle spricht sich Mody (2014a; 2014b) für die Aufhebung der fiskalischen Regeln des Maastricht-Vertrags aus. Es sei unsinnig, zentrale Regeln vielen verschiedenen Ländern mit sehr unterschiedlichen ökonomischen Möglichkeiten und Entwicklungsstufen (Trajectories) aufzuzwingen. An ihre Stelle soll eine stärkere automatische Schuldenrestrukturierung treten.

Eine weitere Lehre aus der Krise im Euroraum ist für den Autor, dass eine signifikante Beteiligung der privaten Gläubiger erforderlich ist, wenn die No-Bailout-Klausel ernst genommen werden soll.

3.3 Vorschläge ohne automatischen Auslösungsmechanismus

Die folgenden Vorschläge knüpfen den Auslöser eines Staatsinsolvenzverfahrens nicht an einen Automatismus wie etwa an das Überschreiten konkreter Staatsschuldenquoten. Zudem haben sie fast durchweg einen direkten Bezug zur Euro-Schuldenkrise.

Europäischer Währungsfonds (EWF) des CEPS

Bereits 2010 hatte das Brüsseler Centre for European Policy Studies (CEPS) die Errichtung eines Europäischen Währungsfonds (EWF) gefordert, der auch für eine geordnete Schuldenrestrukturierung zuständig sein sollte (Gros/Mayer, 2010). Die Autoren dieses Vorschlags halten einen solchen Mechanismus im Regelwerk des Euroraums für unverzichtbar, weil ein überschuldetes Land ansonsten immer damit drohen kann, dass ein Staatsbankrott im Zuge von Ansteckungseffekten das gesamte Finanzsystem zum Einsturz bringen könnte.

Das Verfahren orientiert sich an dem Modell der sogenannten Brady-Bonds – benannt nach dem früheren US-Finanzminister Brady –, um eine Krise des Finanzsystems zu verhindern. Mit den Brady-Bonds wurden Buchkredite von Banken an hochverschuldete Länder, meist Schwellenländer, gegen lang laufende Anleihen getauscht (Deutsche Bundesbank, 2003, 231 f.). Nach dem Vorschlag der Autoren soll der EWF den Gläubigern eines insolventen Landes ein Umtauschangebot gegen von ihm begebene Anleihen in Verbindung mit einem Abschlag unterbreiten. Als Richtgröße gilt dabei die Schuldenstandsquote des Vertrags von Maastricht. Der EWF könnte Schulden in Höhe von 60 Prozent des BIP des überschuldeten Landes übernehmen, der darüber hinausgehende Teil würde dem Forderungsverzicht der Gläubiger entsprechen. Bei einem Schuldenstand von 120 Prozent ergäbe sich damit ein Abschlag in Höhe von 50 Prozent der ausstehenden Schulden. Der EWF würde auf diese Weise alle Forderungen gegenüber dem zahlungsunfähigen Land erwerben. Neue Finanzmittel des EWF würde das betreffende Land nur gegen Bedingungen erhalten, andere Transferzahlungen von der EU auch nur unter strikter Überwachung durch den EWF. Letztere könnten alternativ zur Schuldentilgung beim Europäischen Währungsfonds genutzt werden. Würde ein Mitgliedstaat des Euroraums diese Eingriffe als Verletzung seiner nationalen

Souveränität ablehnen, dann bliebe ihm nur der Austritt aus der EU nach Artikel 50 EU-Vertrag und damit auch aus der Währungsunion.

Die beiden Autoren haben später ihren Vorschlag abgewandelt und auf die Länder bezogen (Gros/Mayer, 2011), die unter den finanziellen Schutzschirm des Euroraums schlüpfen, damals die EFSF. Die EFSF solle den Gläubigern anbieten, die Schulden des betroffenen Landes gegen eigene Papiere zu dem Marktwert zu übernehmen, der sich gebildet hatte, bevor das Land den finanziellen Schutzschirm bemühte. Nachdem der Umtausch vollzogen ist, sollte die EFSF mit dem Schuldnerland über die Reduzierung des Nominalwerts der Schulden im Tausch gegen Anpassungsmaßnahmen verhandeln.

Staatsinsolvenzverfahren des Wissenschaftlichen Beirats beim BMWi

Auch der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft (BMWi) hatte sich bereits 2010 für die Schaffung einer Insolvenzordnung im Euroraum ausgesprochen und dies als eine wichtige Reform bezeichnet. Der Beirat skizziert jedoch nur einige Grundsätze, ohne näher ins Detail zu gehen (Wissenschaftlicher Beirat, 2010).

Der Anstoß zu einem staatlichen Insolvenzverfahren kann nach diesem Vorschlag immer nur vom Schuldner selbst ausgehen: zum einen, weil er am besten über seine finanzielle Situation informiert ist. Zum anderen gebieten dies auch politische Überlegungen. Der Beirat hält folgende wichtige Regelungen für unabdingbar:

- einen formalen Akt zur Eröffnung des Verfahrens, mit dem alle Zins- und Tilgungszahlungen des Staates gestoppt würden;
- einen Mechanismus, der die Verhandlungen zwischen Schuldnerstaat und Gläubigern organisiert. Ein politisches Gremium wird abgelehnt;
- eine Regelung, mit der eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger eine für alle bindende Einigung beschließen kann, sodass Vetopositionen verhindert werden. Dazu sollen sich alle Mitgliedstaaten verpflichten, Staatsanleihen nur mit den Regeln eines Insolvenzverfahrens zu begeben;
- finanzielle Hilfen durch den ESM für ein Land, das sich dem Insolvenzverfahren stellt, wirtschafts- und finanzpolitische Reformen ergreift und einen Neustart durchführt.

European Crisis Resolution Mechanism (ECRM) von Gianvity et al.

Ebenfalls schon im Jahr 2010 präsentierte der Thinktank Bruegel (Gianvity et al., 2010) den Vorschlag für einen European Crisis Resolution Mechanism (ECRM). Der Mechanismus besteht aus zwei Säulen:

- Ein juristisches Gremium (Body) löst Verhandlungen zwischen einem überschuldeten Staat und seinen Gläubigern aus und begleitet diese mit dem Ziel, die Schuldentragfähigkeit wiederherzustellen. Dieses Gremium hätte auch die Möglichkeit, Streitigkeiten zwischen den beteiligten Parteien zu schlichten und würde für die Umsetzung einer getroffenen Umschuldungsvereinbarung sorgen. Diese Aufgabe könnte von einer speziellen, noch zu schaffenden Kammer beim Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) wahrgenommen werden.

- Zudem sollten finanzielle Hilfen für einen insolventen Mitgliedstaat geleistet werden, wenn er sich auf ein Abkommen mit seinen Gläubigern einigt. Diese Aufgabe sollte ebenfalls institutionalisiert werden und könnte, so der ursprüngliche Vorschlag, einem permanenten Fonds übertragen werden. Notwendig wäre eine vertragliche Grundlage.

Der Mechanismus wird auf Antrag des Schuldnerstaates aktiviert. Mit der Eröffnung des Verfahrens stellt dieser Staat den Schuldendienst ein und alle gerichtlichen Maßnahmen individueller Gläubiger werden ausgesetzt. Ergänzt wird der ECRM durch ein ökonomisches Gremium, das unter anderem bewertet, ob ein Land tatsächlich nicht in der Lage ist, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen, und das wirtschaftspolitische Beratung leistet. Dies ist ein anderer Ansatz als die von Paulus vorgeschlagene nachträgliche Missbrauchskontrolle. Das Gremium hätte auch über die Höhe der Finanzhilfen zu befinden. Das Problem des Holdouts soll durch die Einführung einer „superqualifizierten Mehrheit" (von beispielsweise zwei Dritteln) gelöst werden, die Schwelle wäre in der Rechtsgrundlage des ECRM zu regeln.

Viable Insolvency Procedure for Sovereigns (VIPS) des ZEW

Die Viable Insolvency Procedure for Sovereigns (VIPS) des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) spricht sich gegen einen Automa-

tismus aus und greift den Ansatz der EEAG der ersten Stufe auf, dass ein Insolvenzverfahren einzuleiten ist, wenn ein Hilfsprogramm für einen ursprünglich als solvent eingeschätzten Staat nicht erfolgreich abgelaufen ist.

Somit kombiniert der Vorschlag ebenfalls ein Umschuldungsverfahren mit der Bereitstellung von Krisenliquidität aus dem ESM: Wenn ein Euroland ESM-Kredite beantragt, beginnt eine dreijährige Schutzperiode. Danach werden keine weiteren ESM-Hilfen mehr geleistet. Kann das Land sich auch dann nicht am Kapitalmarkt zu tragfähigen Bedingungen verschulden, muss es die Eröffnung des Insolvenzverfahrens beantragen. Die dreijährige Schutzperiode dient dem Zweck, eine vorübergehende Illiquidität von einer dauerhaften Überschuldung zu unterscheiden. Außerdem soll dadurch eine Dauerfinanzierung über den ESM verhindert werden. Die ZEW-Autoren begründen die Notwendigkeit eines geordneten Verfahrens für den Euroraum mit der Höhe der Staatsverschuldung und der Gläubigerstruktur, vor allem weil von dem Integrationsniveau zwischen den Euroländern ein höheres Risiko einer ungeordneten Restrukturierung ausgehe (Fuest, 2014, 42; Fuest et al., 2014).

Die Verhandlungen zwischen Schuldnern und Gläubigern werden vom ESM geführt. Er hat überdies ein Vetorecht für alle Entscheidungen, da er finanziell in Vorleistung getreten ist. Alle Zahlungen für den Schuldendienst werden eingestellt und es gilt ein Vollstreckungsverbot. Eine weitere Maßnahme gegen Holdouts umfasst (ähnlich wie beim CIEPR-Vorschlag, vgl. Buchheit et al., 2013a) eine Änderung der im Euroraum neu eingeführten Umschuldungsklauseln (vgl. Kapitel 4.2). Demnach soll eine aggregierte qualifizierte Mehrheit aller Gläubiger (von lediglich zwei Dritteln des Kapitals) ausreichen und keine Abstimmung mehr auf Basis von einzelnen Emissionsklassen von Staatsanleihen nötig sein.

In einem Abkommen zwischen dem ESM und dem Schuldnerland wird eine Zwischenfinanzierung begrenzt auf zwölf Monate vereinbart, die für sozial notwendige Ausgaben erforderlich ist. Der mögliche auszuhandelnde Schuldenschnitt sollte begrenzt werden, indem die Schulden-BIP-Quote nicht unter 60 Prozent sinken darf. Sie kann aber auch darüber liegen, wenn das mit der Schuldentragfähigkeit vereinbar ist.

Die Kredite des ESM aus der dreijährigen Schutzfrist werden in den Schuldenschnitt einbezogen, weil sonst die verbleibenden, von privaten Gläubigern gehaltenen Anleihen stark an Wert verlieren würden, was die Stabilisierung in der Dreijahresfrist stark beeinträchtigen würde. Neue Kredite sollen dagegen mit Senioritätsstatus versehen werden. Schließlich sollte der ESM-Vertrag um eine Bestimmung erweitert werden, die den Eurostaaten, die sich in einem ESM-Programm befinden, Immunität gegen rechtliche Forderungen auf Staatsvermögen und Staatseinnahmen gewährt (vgl. dazu den folgenden Vorschlag von Buchheit et al., 2013b).

Vorschlag mit Immunitätsklausel von Buchheit et al. (2013b)

Der Vorschlag von Buchheit et al. (2013b) betont die Relevanz einer Immunitätsklausel und zielt auch auf Länder ab, die nur ein ESM-Programm durchlaufen. Die Autoren begründen die Notwendigkeit einer Immunitätsklausel damit, dass die Ergänzung des ESM-Vertrags um eine Immunitätsklausel für Euroländer, die finanzielle Unterstützung des ESM erhalten, die Klagemöglichkeiten von Holdout-Gläubigern erheblich erschweren würde. Die Erwartungen potenzieller Kläger auf eine Besserstellung ihrer Ansprüche durch ein Gerichtsverfahren würden damit deutlich gedämpft. Es könne nicht im Interesse der Geberländer in einem Verfahren der Schuldenumstrukturierung sein, dass Vermögen und Einnahmen des Schuldnerlandes zur Befriedigung von Gläubigern herangezogen werden, die sich der Umstrukturierung widersetzen. Die Kalkulationsgrundlage der Holdouts würde sich ändern und die Anreize zur Beteiligung an der Restrukturierung dürften damit zunehmen.

Die Autoren verweisen auf einen Präzedenzfall: 2003 nahm der UN-Sicherheitsrat nach der Invasion im Irak die Resolution 1483 an, mit der das Land unterstützt wurde, Schulden in Höhe von rund 140 Milliarden US-Dollar zu restrukturieren, die unter Saddam Hussein angehäuft worden waren. Dazu wurden die Einnahmen des Landes aus dem Ölverkauf unter Immunität gestellt. Diese Resolution war für alle UN-Mitgliedstaaten bindend. Nachdem das Land sich mit den öffentlichen Gläubigern im Pariser Club geeinigt hatte, gelang auch eine Umstrukturierung der von den privaten Gläubigern gehaltenen irakischen Schulden.

International Lender of Last Resort (ILOLR) von Panizza

Panizza (2013) entwickelt seinen Vorschlag für eine institutionalisierte Umschuldung überschuldeter Staaten aus Fehlentwicklungen, die aus der Abwesenheit eines geregelten Verfahrens entstehen. Institutionell schlägt Panizza einen International Lender of Last Resort (ILOLR) vor, der für ein Umschuldungsverfahren zuständig wird.

Ein automatischer Auslöser ist nicht vorgesehen. Vielmehr erfolgt in dem Fall, dass sich ein Land an den ILOLR wendet, sofort eine Analyse seiner Verschuldung und deren Nachhaltigkeit. Länder, die im Ergebnis für insolvent gehalten werden, erhalten keine Finanzhilfen und sind damit de facto gezwungen, ihre Schulden umzustrukturieren. Länder, deren Situation für nachhaltig gehalten wird, werden finanziell unterstützt, und zwar zu angekündigten länderspezifischen Bedingungen und in den Grenzen, die in der Tragfähigkeitsanalyse ermittelt wurden. Werden diese verletzt, werden die Finanzhilfen automatisch eingestellt und das Land wird damit zur Schuldenrestrukturierung gezwungen. Der ILOLR soll sich dabei auf eine geringe Anzahl leicht überprüfbarer Indikatoren stützen. Im Unterschied zu den üblichen IWF-Programmen soll es keinen Verhandlungsprozess geben, in dessen Verlauf die Schwellenwerte verändert werden, falls sich ein Land nicht an die Vorgaben hält. Ausnahmen sind nur unter strengen Bedingungen zulässig, etwa bei Naturkatastrophen oder großen externen Schocks.

Der Insolvenzmechanismus startet mit einer Bestandsaufnahme der Forderungen, einer unmittelbaren Zahlungseinstellung und dem Schutz vor gerichtlichen Durchsetzungsmaßnahmen. Finanzhilfen für die Interimsfinanzierung können gezahlt werden. Außerdem wird die Seniorität der Forderungen festgelegt. Der ILOLR beteiligt sich am Haircut, um die Anreize richtig zu setzen.

Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone (PADRE) von Pâris/Wyplosz

Einen noch radikaleren Plan präsentieren Pâris/Wyplosz (2014) mit der Bezeichnung Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone (PADRE). Kern des Vorschlags ist, einen Teil der Schulden der Mitgliedstaaten

durch den Seigniorage-Gewinn der EZB zu finanzieren. Dazu übernimmt die EZB einen bestimmten Prozentsatz der Staatsschulden von den Euroländern und aktiviert sie in Form einer „ewigen" Anleihe (Perpetuity) ohne Verzinsung in ihrer Bilanz. Sie finanziert diese Schuldenübernahme durch die Begebung einer eigenen Anleihe zu marktüblichen Zinsen, die in der EZB-Bilanz passiviert wird. Bei der EZB entstehen Verluste in Höhe der von ihr zu verzinsenden Anleihe. Diese Verluste werden beim PADRE-Vorschlag über die Seigniorage der Notenbank, also den Gewinn aus der Bereitstellung von Zentralbankgeld, finanziert. Über die verringerten Gewinnabführungen der EZB an die nationalen Notenbanken respektive die Eurostaaten tilgen Letztere ihre Schulden bei der EZB (in unendlicher Zeit). Wenn der Schuldenschnitt groß genug ist, wird die restliche von den Marktteilnehmern gehaltene Schuld die Märkte nicht mehr beunruhigen, sofern das jeweilige Land fiskalische Disziplin einhält.

Um dies zu gewährleisten und um moralisches Fehlverhalten (Moral Hazard) zu verhindern, gilt für jedes teilnehmende Land eine Schuldenobergrenze in Prozent des BIP in Höhe des Werts nach der Umstrukturierung zuzüglich einer Sicherheitsmarge von 10 Prozentpunkten nach oben. Wenn die Regierung diese Obergrenze beispielsweise um 1 Prozent überschreitet, ist die EZB verpflichtet, 1 Prozent der Anleihe ohne Laufzeitbegrenzung zurückzuverlangen. Das betreffende Land müsste sich in der entsprechenden Höhe am Kapitalmarkt verschulden und würde über höhere Zinsen bestraft. Alternativ zur EZB könnte nach diesem Vorschlag auch der ESM Schuldtitel der Eurostaaten erwerben und in Anleihen ohne Laufzeitbegrenzung umwandeln. Die Mitgliedstaaten müssten in diesem Fall ihre Seigniorage-Einnahmen an den ESM abführen oder die Ansprüche abtreten.

Wie die Autoren schreiben, ist die Frage, ob die Seigniorage-Gewinne der EZB ausreichen, die mit einem größeren Schuldenschnitt für die Notenbank verbundenen Kosten zu decken, von einer Reihe von Annahmen bezüglich Wachstumsrate und Zinsentwicklung abhängig. Dieser Weg erscheint damit sehr unsicher zu sein. Der Vorschlag ist überdies ordnungspolitisch problematisch; steht er doch im Widerspruch zu der im EU-Recht verankerten Unabhängigkeit der EZB und dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Der Erwerb von staatlichen Schuldtiteln auf dem Sekundärmarkt ist ihr zwar

Bisherige Vorschläge für ein Staatsinsolvenzverfahren

Übersicht 5

Auswahl

Vorschlag	Auslöser	Art des Verfahrens	Anpassungsprogramm	Finanzhilfen	Schutz von Staatsfunktionen
... mit schiedsgerichtlichem Verfahren					
Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) Krueger, 2002 (IWF)	Antrag des Schuldnerlandes	Schiedsgericht	Durchführung und Überwachung eines Sanierungsprogramms		Einfrieren von Zins- und Tilgungszahlungen
Fair and Transparent Arbitration Process (FTAP) Raffer, 2010	Antrag des Schuldnerlandes	Schiedsgericht (ad hoc, Parteien bestimmen Schlichter, die weiteren Schlichter wählen)			Einfrieren von Zins- und Tilgungszahlungen
Resolvenzverfahren und -gericht Paulus, 2013b	Antrag des Schuldnerlandes	Schiedsgericht (dauerhaft)	Schuldner legt Plan vor		
... mit automatischem Auslösungsmechanismus					
Staatsinsolvenzverfahren der EEAG EEAG, 2011	Koppelung an Höhe des Schuldenstands	Regelmechanismus mit Verhandlungen		Finanzhilfen bei Illiquidität	Kurzfristige ESM-Hilfen für laufende Staatsaktivitäten
Insolvenzordnung des Sachverständigenrats SVR, 2011	Koppelung an ESM: Kredite für Land mit Schuldenstand über 90 Prozent des BIP nur bei Schuldenrestrukturierung	Regelmechanismus	Makroökonomisches Anpassungsprogramm	ESM-Kredite	
European Sovereign Debt Restructuring Mechanism (ESDRM) Weder di Mauro/Zettelmeyer, 2010	Koppelung an Kredite eines Finanzierungsmechanismus, Schuldenumstrukturierung abhängig von Schwellenwerten	Regelmechanismus	Anpassungs- und Reformprogramm	Kredite aus einem Finanzierungsmechanismus	
European Sovereign Debt Restructuring Regime (ESDRR) Buchheit et al., 2013a (CIEPR)	Wie SVR und Weder di Mauro/Zettelmeyer	Regelmechanismus	Zwischen 60-Prozent-Grenze und oberer Grenze Finanzhilfen nur gegen Konditionalität	ESM-Kredite	
Sovereign Contingent Convertible Bonds Mody, 2013	Anleihebedingungen für Staatsschulden enthalten Möglichkeit zur Umstrukturierung, falls vereinbarte Werte überschritten werden	Regelautomatismus	Kritik an Austeritätspolitik		Laufzeitverlängerungen möglich

… ohne automatischen Auslösungsmechanismus					
Europäischer Währungsfonds (EWF) Gros/Mayer 2010; 2011 (CEPS)		Finanzieller Schutzschirm übernimmt Staatsanleihen zum Nennwert mit folgendem Schuldentausch	EWF reduziert Nominalwert der Forderungen gegen Anpassungsprogramm	Begrenzte Finanzhilfen	
Staatsinsolvenzverfahren des Wissenschaftlichen Beirats beim BMWi, 2010	Antrag des Schuldnerlandes	Verhandlungsgremium	Fiskalische Anpassungsmaßnahmen		Staatliche Funktionen müssen ausreichend wahrgenommen werden können
European Crisis Resolution Mechanism (ECRM) Gianvity et al., 2010 (Bruegel)	Antrag des Schuldnerlandes	Schiedsgericht (als neue Kammer des EuGH)	Wirtschaftspolitische Beratung durch ökonomisches Gremium	Falls Einigung mit Gläubigern über Abkommen	Einfrieren von Zins- und Tilgungszahlungen
Viable Insolvency Procedure for Sovereigns (VIPS) Fuest et al., 2014 (ZEW)	Kredite des ESM auf drei Jahre beschränkt; wenn danach keine Rückkehr an den Kapitalmarkt möglich: Umschuldung	Regelmechanismus		Krisenliquidität vom ESM	Einfrieren von Zins- und Tilgungszahlungen, Vollstreckungsverbot, Immunität für Programmstaaten
International Lender of Last Resort (ILOLR) Panizza, 2013	Antrag des Schuldnerlandes; Hilfen des ILOLR werden automatisch eingestellt, wenn Schuldnerland Grenzwerte verletzt	Kreditgeber der letzten Instanz soll Nachhaltigkeit der Verschuldung prüfen		Nur für Länder, deren Situation für nachhaltig angesehen wird	Einfrieren von Zins- und Tilgungszahlungen
Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone (PADRE) Pâris/Wyplosz, 2014	Ad hoc	Monetäre Staatsfinanzierung, Refinanzierung durch Seigniorage			

Eigene Zusammenstellung

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

gestattet, was auch der Gerichtshof der Europäischen Union in seiner Entscheidung zum Vorlageverfahren des Bundesverfassungsgerichts bestätigt hat. Der Aufkauf von Staatspapieren zur gezielten Schuldenentlastung würde aber Staatsfinanzierung bedeuten. Damit hätte die EZB ihre europarechtlichen Grenzen überschritten.

4 IW-Empfehlungen für ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum

Ohne eine Ergänzung der Regelungen des Euroraums für den Umgang mit überschuldeten, insolventen Mitgliedstaaten bliebe das Regelwerk unvollständig (vgl. Kapitel 2). Es gilt, der No-Bailout-Klausel wieder Geltung zu verschaffen. Zudem sollte es einen Ausstieg aus einem nicht hinreichend erfolgreichen ESM-Programm geben können, um eine Transferunion zu verhindern, die in den finanziell starken Ländern auf erheblichen politischen Widerstand stoßen würde. Daher muss ein Staatsbankrott im Euroraum möglich sowie ein Staatsinsolvenzverfahren glaubwürdig und funktionsfähig sein, ohne jedoch eine Einladung zu einer zu leichten Entschuldungsmöglichkeit zu bieten.

Bei der Konstruktion eines staatlichen Insolvenzverfahrens sollte beachtet werden, dass die Schuldenrestrukturierung nur die Ultima Ratio sein kann. Besonders von US-amerikanischen Ökonomen wird die Schuldenrestrukturierung als die Lösung der Schuldenprobleme in Europa angepriesen (Eichengreen, 2014). Dabei werden jedoch die Interessen der Gläubiger von Staatsschulden ausgeblendet. Insofern weisen derartige Vorschläge eine bedenkliche Einseitigkeit auf. Der Ruf als vertragstreuer Schuldner sollte nicht leichtfertig aufs Spiel gesetzt werden. „Sieht sich […] ein Staat gezwungen, seine Zahlungsunfähigkeit anzumelden, so ist, wie im privaten Geschäftsleben, ein ehrlich und offen zugestandener Bankrott für den Schuldner oft weniger entehrend und schadet dem Gläubiger am wenigsten“ (Smith, 1999, 804).

4.1 Anforderungen an ein Staatsinsolvenzverfahren

Zusammenfassend lassen sich wichtige Anforderungen an ein Staatsinsolvenzverfahren für den Euroraum ableiten. Sie basieren auf den Überlegungen in Kapitel 2 und sollen die Vorteile eines geordneten Verfahrens möglichst breit zur Geltung kommen lassen und die Nachteile möglichst minimieren.[3]

3 Vgl. dazu auch Wissenschaftlicher Beirat (2010) mit seinen grundlegenden Überlegungen zu Staatsinsolvenzverfahren. Darüber hinaus zeigt Panizza (2013, 3 ff.) sechs potenzielle Probleme von Umschuldungen auf, aus denen sich einige Anforderungen ableiten lassen.

Darüber hinaus werden auch einige Elemente der in Kapitel 3 erläuterten Vorschläge mit einbezogen. Übersicht 6 fasst diese Anforderungen zusammen.

Anforderungen an ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum Übersicht 6

- Vermeidung einer Insolvenzverschleppung, aber auch einer zu frühzeitigen Auslösung eines Staatsinsolvenzverfahrens
- Minderung der Gefahr eines Rush to the Exit (und damit einer vorgelagerten Staatsfinanzierungskrise bei verschlechterten ökonomischen und fiskalischen Rahmenbedingungen)
- Unterscheidung zwischen Insolvenz und Illiquidität – Insolvenzverfahren verpflichtend bei Insolvenz
- Minderung möglicher Ansteckungseffekte auf Staatsanleihen und Banken anderer Euroländer
- Glaubwürdige Insolvenzdrohung, um No-Bailout-Klausel Geltung zu verschaffen, Disziplinierungsfunktion der Finanzmärkte zu stärken und Transferunion zu verhindern
- Effektivität und Schnelligkeit des Insolvenzverfahrens
- Erzielung eines fairen Interessenausgleichs zwischen Gläubigern und Schuldnern und innerhalb der Gläubigergemeinschaft sowie Schutz öffentlicher Gläubiger
- Vermeidung eines Vertragsbruchs
- Schaffung von Rechtssicherheit für einen wirtschaftlichen Neuanfang des Schuldnerlandes
- Eindämmung von Holdout-Strategien
- Gewährleistung grundlegender Staatsfunktionen
- Minderung der ökonomischen und finanziellen Folgewirkungen einer Staatsinsolvenz
- Gewährleistung einer zügigen Rückkehr an den Finanzmarkt zu vertretbaren Finanzierungskonditionen
- Begrenzung der finanziellen Risiken für Hilfsgeber
- Vermeidung fiskalpolitischer Fehlanreize durch zu leichte Entschuldungsmöglichkeit

Eigene Darstellung

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

4.2 Ansatzpunkte im Rahmen des ESM

Mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus wurden einige Mechanismen geschaffen, die Teil eines staatlichen Insolvenzverfahrens sein können. Von den ursprünglichen Plänen, im ESM einen echten Insolvenzmechanismus zu verankern, blieb man aber weit entfernt (SVR, 2013, Tz. 274). Das mag rückblickend auf die Zeit der akuten Krise, als der ESM konzipiert wurde, verständlich erscheinen. Doch sollte es bei dieser Teillösung nicht dauerhaft bleiben.

Regelungen zur Schuldentragfähigkeitsanalyse und Privatsektorbeteiligung

Im Rahmen des ESM ist eine Schuldentragfähigkeitsanalyse vorgesehen. Dies ist grundsätzlich sinnvoll: Je nach Land kann die Schulden- und Zinstragfähigkeit sehr unterschiedlich sein (Übersicht 7). Eine schnell wachsende Volkswirtschaft kann höhere Zinsen verkraften als eine langsam wachsende. Daher sind Schuldentragfähigkeitsanalysen stark annahmeabhängig, sodass erheblicher Bewertungsspielraum besteht. Die Bewertung der Schuldentragfähigkeit wird durch die EU-Kommission im Benehmen mit der EZB erstellt. Zudem wird laut ESM-Vertrag erwartet, dass sie „wann immer dies angemessen und möglich ist, zusammen mit dem IWF durchgeführt wird". Die Beteiligung des IWF und vor allem der EZB sollte eine größere Neutralität ermöglichen, als es durch die stärker politisch geprägte EU-Kommission möglich ist.

Schuldenarithmetik Übersicht 7

Die Schuldenstandsquote eines Landes bleibt konstant, wenn der Primärüberschuss des Staatshaushalts (p) in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts gleich dem Produkt aus Schuldenstandsquote (d) und dem Zins-Wachstumsdifferenzial ist (i – g):

$$p = d\,(i - g)$$

Aus der Formel wird deutlich, dass der Zins (i) umso höher sein kann, je höher das nominale Wirtschaftswachstum (g) ausfällt, denn bei gleichzeitigem Anstieg verändert sich die Differenz in der Klammer nicht.

Quelle: SVR, 2011, Tz. 150

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Doch die ESM-Regelungen zu den Folgen der Schuldentragfähigkeitsanalyse und zur Einleitung eines Insolvenzverfahrens mit Umschuldung sind zu vage (Matthes, 2015):

- Es ist nicht hinreichend sichergestellt, dass nur solvente Staaten ESM-Hilfen erhalten. So wird in Artikel 13 des ESM-Vertrags zwar mit Blick auf den antragstellenden Staat eine Bewertung gefordert, „ob die Staatsverschuldung tragfähig ist". Doch die Vergabe von ESM-Hilfen wird nicht explizit nur für den Fall vorgesehen, dass die Schulden als tragfähig angesehen werden.
- Auch bei den Regelungen zur Beteiligung von Privatgläubigern (und damit zur Einleitung eines Staatsinsolvenzverfahrens) eröffnet der ESM-Vertrag zu große Interpretationsspielräume. So ist lediglich grundsätzlich die Möglichkeit einer „angemessenen und verhältnismäßigen" Privatsektor-

beteiligung entsprechend der „Praxis des IWF“ vorgesehen (ESM-Vertrag, Erwägungsgrund 12). Doch soll dies nur in „Ausnahmefällen“ gelten und es gibt über den Erwägungsgrund hinaus keine eigenständige vertragliche Regelung dazu. Zudem ist die IWF-Praxis nicht formell kodifiziert und daher nicht eindeutig vorhersehbar.

Umschuldungsklauseln

Umschuldungsklauseln sind ein vertraglich vereinbartes Instrument gegen Holdout-Probleme (Übersicht 8). Sie sehen vor, dass eine festzulegende qualifizierte Gläubigermehrheit die übrigen Gläubiger bindet und ihnen damit die Vetomöglichkeit und idealerweise auch die Möglichkeit auf erfolgreiche Klagen nimmt. Als einziges substanzielles Element einer Staatsinsolvenzordnung im ESM wurden Umschuldungsklauseln in den ESM-Vertrag aufgenommen (SVR, 2013, Tz. 274). Artikel 12 Absatz 3 sieht vor, dass ab dem Jahr 2013 alle neuen Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebiets mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr Umschuldungsklauseln enthalten.

Die Vorgaben des ESM-Vertrags für Umschuldungsklauseln wurden in Deutschland mit dem Bundesschuldenwesengesetz in nationales Recht umgesetzt (Paulus, 2013a, 493). Dort heißt es in Paragraf 4a, dass die Emissionsbedingungen der vom Bund begebenen Schuldverschreibungen Umschuldungsklauseln enthalten können, die eine Änderung der Emissionsbedingungen regeln, besonders eine Verringerung der Zinsen, der Hauptforderung und eine Änderung der Fälligkeit. Solche Beschlüsse werden als wesentlich bezeichnet und bedürfen einer Mehrheit von 75 Prozent des bei der Beschlussfassung der ausstehenden Schuldverschreibung vertretenen Nennwerts. Anleiheübergreifende Änderungen sind möglich (vgl. Übersicht 8; zu Einzelheiten vgl. Paragraf 4b in Bundesschuldenwesengesetz, 2006/2012).

Die im Euroraum neu eingeführten Umschuldungsklauseln enthalten auch eine Aggregationsklausel. Die Einzelheiten wurden vom Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses des Rates der EU für die Märkte für EU-Staatsanleihen vereinbart (Seitz, 2014, 101, 184 ff.). Bei emissionsübergreifenden Abstimmungen über wesentliche Änderungen auf Gläubigerversammlungen besteht neben der Zustimmungsquote von 75 Prozent des

Umschuldungsklauseln: Begründung und Regelung im Euroraum

Übersicht 8

Einen Ansatz zum Umgang mit Situationen staatlicher Überschuldung bieten Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CAC). Sie sind ein vertraglich vereinbartes Instrument gegen Holdout-Probleme. In den Anleihebedingungen wird geregelt, dass eine (näher zu bestimmende) Mehrheit der Gläubiger die Kredit- und Rückzahlungsmodalitäten ändern kann und die übrigen Gläubiger daran gebunden sind.[4] Damit wird die Vetoposition möglicher Holdout-Gläubiger geschwächt.[5] Wie weit dies gelingt, hängt nicht zuletzt von der konkreten Ausgestaltung der Umschuldungsklauseln ab.

Eine wichtige Frage ist hierbei, worauf Umschuldungsklauseln konkret abstellen. Üblicherweise beziehen sie sich meist nur auf eine einzelne Anleiheemission und nicht auf den gesamten Schuldenstand eines Staates (Financial Times, 2012). Dies trifft beispielsweise auch für das deutsche Schuldverschreibungsgesetz (2009) zu, das generell für nach deutschem Recht begebene Schuldverschreibungen gilt und damit auch für ausländische Emittenten. So bestimmt Paragraf 5, dass eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger derselben Anleihe unter anderem Beschlüsse zur Veränderung oder Verringerung der Forderungen und Zinsen beschließen kann, die für alle Gläubiger derselben Anleihe gleichermaßen verbindlich sind. Die qualifizierte Mehrheit muss mindestens 75 Prozent betragen (Absatz 4), sofern die Anleihebedingungen nicht eine höhere Mehrheit vorsehen.

Wenn sich Umschuldungsklauseln nur auf einzelne Anleiheemissionen beziehen, kann sich ein erneutes Einfallstor für die Holdout-Strategie ergeben. Denn in einer Situation, in der ein Staat seinen Schuldendienst nicht mehr leisten kann, wird es notwendig sein, über eine Restrukturierung des gesamten Schuldenstands zu verhandeln, der in der Regel aus einer ganzen Reihe von Anleiheemissionen besteht. Holdout-Gläubiger könnten versuchen, gezielt die Anleihen einer einzelnen Emission aufzukaufen, um dort eine Sperrminorität zu erreichen und auf diese Weise die gesamten Umstrukturierungsverhandlungen zu torpedieren. Dies wird noch dadurch erleichtert, dass möglicherweise nicht alle Gläubiger an einer Abstimmung teilnehmen. Wenn beispielsweise nur 70 Prozent der Gläubiger vertreten sind, die Versammlung gleichwohl beschlussfähig ist und zugleich eine Zweidrittelmehrheit pro Emission erreicht werden muss, reicht es für eine Blockade aus, wenn Holdout-Investoren ein Drittel von 70 Prozent aufkaufen, also gut 23 Prozent einer Anleiheemission.

Als Abhilfe dagegen werden aggregierte Umschuldungsklauseln empfohlen, die sich auf mehrere oder alle Anleiheemissionen eines Staates erstrecken (Fuest, 2014, 47; Zettelmeyer et al., 2013, 42).

Eigene Darstellung

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

4 Für Umschuldungsklauseln in staatlichen Anleihen werden verschiedene Quoren genannt (Kodek, 2012a, 312). Dabei ist zwischen dem Präsenzquorum und dem Konsensquorum zu unterscheiden. Häufig wird verlangt, dass 75 Prozent der Forderungen vertreten sind, damit Beschlussfähigkeit gegeben ist. Liegt dann das Konsensquorum ebenfalls bei 75 Prozent, genügt eine Mehrheit von 56,25 Prozent des gesamten Anleihevolumens, um die Anleihebedingungen zu ändern.

5 Kritiker sprechen in diesem Zusammenhang allerdings davon, dass die Umschuldungsklauseln ausschließlich zulasten der Gläubiger wirken (Eichborn, 2014, 22).

ausstehenden Nennwerts aller vertretenen Schuldverschreibungen zudem eine notwendige Zustimmungsquote des vertretenen ausstehenden Nennwerts für die einzelnen Emissionen in Höhe von jeweils 66 2/3 Prozent. Beschlussfähig sind die Gläubiger im Fall wesentlicher Angelegenheiten, wenn bei einer Gläubigerversammlung mindestens 66 2/3 Prozent des ausstehenden Nennwerts vertreten sind (Deutsche Bundesbank, 2013, 44).

Alles in allem können die im Euro-Währungsgebiet eingeführten Umschuldungsklauseln sicherlich als Verbesserung gegenüber einem Zustand ohne sie angesehen werden. Sie können aber einen institutionalisierten Mechanismus nicht ersetzen. Denn sie bieten keinen vollständigen Schutz vor Klagen und Zwangsvollstreckungen (Benninghofen, 2014, 157). Vor allem können sie nicht verhindern, dass ein Finanzinvestor gezielt Anleihen einer Tranche aufkauft, um eine qualifizierte Mehrheit zu verhindern, und dann auf Rückzahlung klagt.

Instrumente und Konditionalität des ESM

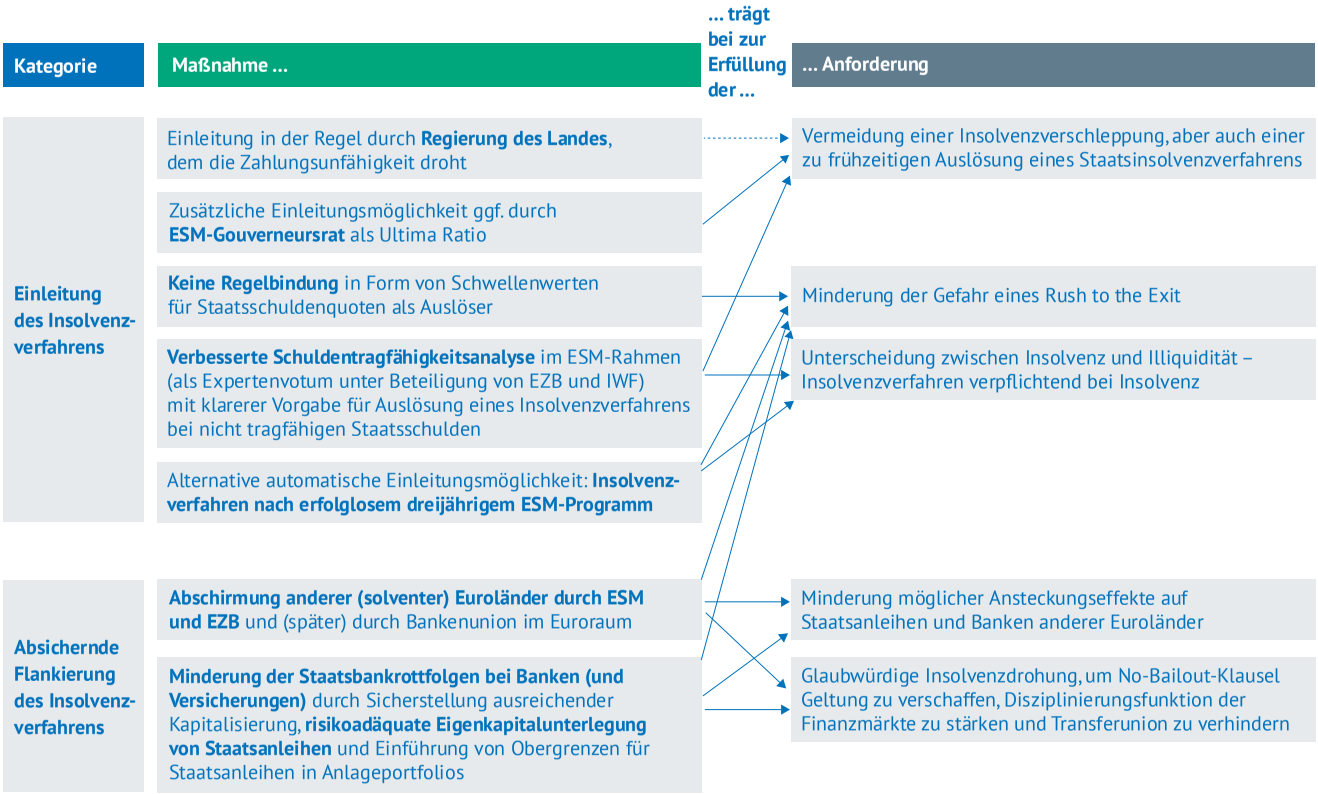
Der ESM kann (zusammen mit der EZB) bei Staatsbankrott eines Landes Ansteckungseffekte auf andere Euroländer verhindern oder zumindest stark begrenzen. Damit wird eine Staatsinsolvenz glaubwürdiger durchführbar. Zudem können die Hilfsinstrumente des ESM grundsätzlich auch während eines Staatsbankrotts, wenn ein Staat in der Regel vom Finanzmarkt abgeschnitten ist, als Überbrückungshilfen dienen. Darüber hinaus sind vorsorgliche Kreditlinien sowie vor allem Primär- und Sekundärmarktinterventionen mögliche Instrumente, um eine Rückkehr des hochverschuldeten Landes an den Finanzmarkt zu erleichtern.

4.3 Empfehlungen für ein geregeltes Staatsinsolvenzverfahren

Um die in Kapitel 4.1 aufgezeigten Anforderungen unter Berücksichtigung bestehender Zielkonflikte möglichst gut zu erreichen, unterbreiten die Autoren im Folgenden einen konkreten Vorschlag für ein Staatsinsolvenzverfahren. Dabei greifen sie auf Elemente einiger in Kapitel 3 beschriebener Vorschläge zurück, wandeln diese teilweise ab und kombinieren die Elemente zu einem eigenständigen Vorschlag. Die folgende Darstellung orientiert sich an Übersicht 9 und der dort gewählten Gruppierung der Empfehlungen.

Empfehlungen für ein geregeltes Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum

Übersicht 9



Gestrichelter Pfeil: eingeschränkter Beitrag; Eigene Darstellung

4.3.1 Einleitung des Insolvenzverfahrens

Ein erster wichtiger Aspekt besteht in der Einleitung eines Insolvenzverfahrens. In der Praxis löst üblicherweise die **Regierung des Landes**, dem die Zahlungsunfähigkeit droht, den Beginn von Umschuldungsverhandlungen aus. In der Regel wird das Land faktisch dadurch dazu gezwungen, dass sich seine Zinskonditionen am Finanzmarkt durch das Einpreisen steigender Risikoprämien deutlich verschlechtern und die Tragfähigkeit des Schuldendiensts gefährden. Angesichts einer dann drohenden (oder schon erreichten) Zahlungsunfähigkeit bleibt dem Staat meist keine andere Möglichkeit, als seinen Schuldendienst einzuschränken oder ganz einzustellen, damit notgedrungen einen Zahlungsausfall (Default) zu schaffen und schließlich in Verhandlungen mit seinen Gläubigern zu treten. Diese Praxis kann jedoch mit einer Insolvenzverschleppung einhergehen, falls sich die Schuldensituation zuvor schon zunehmend verschlechtert hat und die Finanzmarktakteure dies – möglicherweise in einem optimistischen globalen ökonomischen Umfeld und im Zuge einer überzogenen Renditesuche und Risikoorientierung – toleriert haben.

Um eine Insolvenzverschleppung zu verhindern, wird hier vorgeschlagen, dass auch der **ESM-Gouverneursrat** – freilich nur als Ultima Ratio – ein Insolvenzverfahren auslösen kann. Die demokratische Legitimierung des intergouvernementalen ESM ist dadurch ausreichend gegeben, dass die Finanzminister der beteiligten Euroländer den ESM-Gouverneursrat bilden, der die wesentlichen Entscheidungen zu treffen hat. Die Abstimmung sollte im ESM-Gouverneursrat mit gewichteten Stimmanteilen erfolgen, da der ESM eine Insolvenz mit Hilfen flankieren müsste (vgl. Kapitel 4.3.4) und somit von den Euroländern als Hilfsgeber finanzielle Risiken mit unterschiedlichen Volumen eingegangen werden. Da das Auslösen eines Insolvenzverfahrens politisch sehr sensibel ist, sehen andere Autoren dafür nur den betroffenen Staat selbst vor (Wissenschaftlicher Beirat, 2010; Paulus, 2013b). Aus diesem Grund sind hohe Anforderungen an eine Auslösung durch den ESM zu stellen. Idealerweise sollte einstimmig entschieden werden, wobei die betroffene Regierung durch politischen Druck innerhalb des ESM (und anderer EWU-Gremien) möglicherweise dazu gebracht werden kann, der Einleitung eines Insolvenzverfahrens zuzustimmen. Dazu könnte auch beitragen, dass als Ultima Ratio eine Abstimmung möglich sein sollte, bei der das betreffende Land mit sehr hoher Mehrheitserfordernis überstimmt werden kann.

Die Entscheidung über die Einleitung sollte dabei – auch innerhalb des ESM – **keine Regelbindung** umfassen, die sich an Schwellenwerten für die Staatsschuldenquote orientiert, anders als es von einigen Autoren vorgeschlagen wird (Weder di Mauro/Zettelmeyer, 2010; SVR, 2012; Mody, 2013). Von einem regelgebundenen Automatismus würden zwar wichtige Anreizwirkungen für eine solide Finanzpolitik ausgehen. Doch könnte damit die Gefahr eines Rush to the Exit (vgl. Kapitel 2.2) noch verstärkt werden; nähert sich nämlich die Schuldenquote eines Landes dem Schwellenwert an, steigt der Anreiz, dessen Papiere zu verkaufen. Wichtiger noch ist ein politökonomisches Argument: Souveräne Staaten werden sich in einer so sensiblen Frage keiner rein ökonomischen Regelbindung unterwerfen. Zudem dürfte es auch schwierig sein, eine handhabbare Regel zu finden, die für alle Länder gleichermaßen angewendet werden kann und eine fallweise Betrachtung ermöglicht. Daher haben sich einige Autoren nicht auf eine konkrete Schuldenquote festgelegt (Weder di Mauro/Zettelmeyer, 2010; Buchheit et al., 2013a; 2013b).

Ein Expertenvotum im Rahmen einer Schuldentragfähigkeitsanalyse ist dafür die geeignetere Vorgehensweise. Wie in Kapitel 4.2 erläutert, ist beim ESM eine solche Tragfähigkeitsprüfung durch die Institutionen EU-Kommission, EZB und in der Regel IWF vorgesehen. Allerdings wird hier eine **verbesserte Schuldentragfähigkeitsanalyse** vorgeschlagen. Im Zuge einer Änderung des ESM-Vertrags sollte dazu deutlich klarer als bisher gemacht werden, dass bei nicht gegebener Tragfähigkeit der Staatsschulden ein Insolvenzverfahren mit Privatsektorbeteiligung einzuleiten ist, ohne das keine Hilfsgelder fließen können. Auch damit soll einer Insolvenzverschleppung vorgebeugt werden.

Alternativ ist ein Auslösungsmechanismus auch für den Fall vorzusehen, dass ein Land, das durch eine Schuldentragfähigkeitsanalyse ursprünglich als solvent bewertet wurde, trotz Hilfsprogramm weiterhin zu große ökonomische Probleme hat. Die Einleitung eines **Insolvenzverfahrens nach erfolglosem dreijährigem ESM-Programm** sollte automatisch erfolgen, wenn das betreffende Land am Ende des ESM-Programms nicht ohne Unterstützung an den Finanzmarkt zurückkehren kann, weil dann auf eine Insolvenz geschlossen werden kann. Dieser Vorschlag findet sich auch bei Fuest et al. (2014) und in ähnlicher Form bei EEAG (2011).

Diese Maßnahme soll verhindern, dass es zu einer Transferunion und einer dauerhaften Alimentierung reformschwacher Staaten kommt. Darüber hinaus sind weitere Wirkungen relevant. So würde diese Vorgehensweise einen krisenverschärfenden Rush to the Exit am Primärmarkt für Staatsanleihen verhindern, weil der betreffende Staat im Rahmen des ESM-Programms ohnehin nicht am Staatsanleihemarkt aktiv ist. Eine Begrenzung eines Schuldenschnitts auf eine Staatsschuldenquote von höchstens 60 Prozent (Fuest et al., 2014) kann möglicherweise auch deshalb die Gefahr eines Rush to the Exit begrenzen helfen, weil so der Maximalverlust besser kalkulierbar wäre. Allerdings kann bei mangelndem Erfolg des Programms deutlich werden, dass es letztlich zu einer Insolvenzverschleppung gekommen ist.

4.3.2 Absichernde Flankierung des Insolvenzverfahrens

Wichtiges Ziel der hier aufgeführten Empfehlungen ist es, eine glaubwürdige Insolvenzdrohung zu schaffen, vor allem um der No-Bailout-Klausel wieder Geltung zu verschaffen. Doch ein Staatsbankrott wird nur dann glaubwürdig durchgeführt werden können, wenn davon keine gravierenden negativen ökonomischen Folgewirkungen für den Euroraum insgesamt zu befürchten sind. Diese drohen aber durch Ansteckungseffekte und durch Bankenkrisen. So sind gefährliche Ansteckungseffekte auf andere Euroländer über die Staatsanleihemärkte denkbar. Zudem haben sich viele Banken (und teils auch Versicherungen) in den südeuropäischen Ländern – nicht zuletzt regulierungsbedingt – stark in Anleihen ihres Staates engagiert. Ein Staatsbankrott würde sie stark treffen und möglicherweise im Zuge systemischer Risiken zu einer massiven Krise von Banken und möglicherweise auch Versicherungen führen, die auch über das Land hinauswirken könnte.

Gegen diese gravierenden negativen Folgen müssen Vorkehrungen getroffen werden, auch um einen Rush to the Exit weniger wahrscheinlich zu machen. Die **Abschirmung anderer (solventer) Euroländer durch ESM und EZB** dient dazu, Ansteckungseffekte über Staatsanleihemärkte zu mindern (vgl. Kapitel 4.2). Überdies kann auch die Bankenunion etwas abfedernd auf grenzüberschreitende Effekte eines Staatsbankrotts auf Banken wirken – jedoch nur begrenzt, da das limitierte Volumen des Bankenrettungsfonds eine breite Ansteckung im europäischen Bankensystem nicht auffangen kann.

Darüber hinaus sind aber weitere Maßnahmen nötig zur **Minderung der Staatsbankrottfolgen bei Banken (und Versicherungen)** und damit auch möglicher grenzüberschreitender Ansteckungseffekte:

- Die Möglichkeiten der neuen Eigenkapitalregeln für Banken und Versicherungen – Basel III und Solvency II – sollten genutzt werden, um die Kapitalbasis dieser Finanzmarktakteure weiter zu stärken und so künftigen Krisen vorzubauen. Dazu gehört gegebenenfalls auch die aktive Nutzung der neu geschaffenen antizyklischen oder systemischen Eigenkapitalpuffer.

- Zudem ist es fragwürdig und setzt falsche Anreize, dass Staatsanleihen von Euroländern in den Eigenkapitalregeln der Capital Requirements Directive (CRD) IV (der Umsetzung des Regelwerks Basel III in der EU) als risikolos gelten. Diese Verzerrung gilt es mittelfristig aufzuheben. Eine **risikoadäquate Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen** ist unverzichtbar. Staatsanleihen müssen gemäß ihrem Risiko bewertet werden und es muss für einzelne Banken (nicht zu weit gefasste) Obergrenzen für die Investition in Anleihen des eigenen Staates geben.

Die Umsetzung der zweiten Maßnahme wird allerdings einige Zeit in Anspruch nehmen, da viele Banken erst nach und nach ihre Bestände an Staatsanleihen abbauen werden. Das Staatsanleihekaufprogramm der EZB bietet aktuell jedoch die Gelegenheit, diesen Prozess zu beschleunigen. Darauf sollte die EZB in ihrer Funktion als einheitlicher Bankenaufseher im Euroraum mehr als bisher hinwirken.

4.3.3 Effektive rechtssichere Verfahrensordnung und Vorkehrungen gegen Holdout-Strategien

Um die Glaubwürdigkeit und Funktionsfähigkeit einer geordneten Staatsinsolvenz zu gewährleisten, muss das Verfahren selbst möglichst effektiv, schnell, fair und rechtssicher sein. Beim Verhandlungsrahmen unterscheiden sich die Vorschläge in der Literatur recht deutlich (vgl. Kapitel 3, Übersicht 5). Hier wird wie in den meisten Vorschlägen kein formales Schiedsgericht vorgeschlagen, sondern stattdessen marktbasierten Umschuldungsverhandlungen Raum gegeben. Um eine hinreichende Effektivität und Schnelligkeit

zu erreichen, kann aber nach Ansicht der Autoren nicht auf einen anreizgebenden institutionellen Rahmen, eine Struktur für die Verhandlungen und ein moderierendes juristisches Gremium verzichtet werden. Der im Folgenden skizzierte Verhandlungsrahmen ist damit entscheidend für die Effektivität des Insolvenzverfahrens, die Erzielung eines fairen Interessenausgleichs, die Schaffung von Rechtssicherheit und die Eindämmung von Holdout-Strategien.

Dabei stellt sich die Frage, ob das moderierende juristische Gremium neu zu schaffen ist oder ob es eine bestehende Institution sein soll. Infrage kommt zum Beispiel der ESM (Buchheit et al., 2013a; Fuest et al., 2014). Beim ESM würden aber gravierende Interessenkonflikte auftreten, weil der ESM selbst ein wichtiger Gläubiger mit Eigeninteressen ist, sei es eventuell im Zuge eines vorab erfolgten ESM-Programms oder durch Hilfeleistungen während der Umschuldungsverhandlungen (vgl. Kapitel 4.3.4). Stattdessen erscheint den Autoren der Vorschlag von Gianvity et al. (2010) sinnvoll, eine neue Kammer am EuGH für diese Zwecke zu schaffen. Alternativ könnte auch eine unabhängige neue Institution gegründet werden.

Beim Verhandlungsprozess halten die Autoren (in Anlehnung an EEAG, 2011) einen **obligatorischen abgestuften institutionalisierten Verhandlungsrahmen** für sinnvoll:

- Erstens bekommen Schuldnerland und Gläubiger zunächst zwei Monate Zeit für marktbasierte Umschuldungsverhandlungen.

- Führt dies nicht zum Erfolg, werden zweitens die Verhandlungen in einem institutionalisierten Rahmen fortgesetzt, der weitere wichtige Elemente enthält. Dieser Rahmen wird von dem zu schaffenden **moderierenden juristischen Gremium** gesetzt, das als Koordinator der Verhandlungsparteien fungiert und für einen legitimitätsfördernden transparenten Prozess sorgt (Gelpern, 2015). Das Gremium stellt zudem juristische Kompetenz und Beratung zur Verfügung. Zudem sollte in den Prozess das ökonomische Know-how der Institutionen (EU-Kommission, EZB und IWF) eingespeist werden, vor allem um zu bewerten, wie sich verschiedene Umschuldungsszenarien auf die Schuldentragfähigkeit auswirken. Für diese zweite

Stufe der Verhandlungen steht nur ein begrenzter Zeitraum von weiteren sechs Monaten zur Verfügung, um Anreize für eine zügige Einigung zu geben.

- Falls kein Verhandlungserfolg erzielt werden kann, erfolgt drittens eine Verlängerung um weitere sechs Monate – allerdings nur, wenn der fehlende Verhandlungserfolg nicht wesentlich dem Schuldnerstaat anzulasten ist. In dieser Phase übernimmt das **moderierende juristische Gremium** eine stärkere Rolle als Schlichter, leitet den Verhandlungsprozess und bringt eigene Vorschläge ein. Für diese aktivere Rolle des Moderators können sich die Verhandlungsparteien optional auch schon in der zweiten Verhandlungsphase entscheiden.

- Wenn auch dies nicht zum Abschluss der Verhandlungen führt, kann als vierten und letzten Schritt das juristische Gremium die Umschuldungsbedingungen als Ultima Ratio festsetzen, die beide Seiten binden.[6] Das Ziel dabei ist, ein Ergebnis sicherzustellen und Rechtssicherheit zu schaffen. Eine ähnliche Lösung verfolgen auch andere Vorschläge (Raffer, 2010; Paulus, 2013b). Doch es handelt sich dabei zweifellos um einen weitgehenden Eingriff in die Rechte von Schuldnerland und Gläubigern. Hier ist dies daher nur als Ultima Ratio vorgesehen. Damit ist die Erwartung verbunden, dass im Rahmen eines spieltheoretischen Ansatzes die letzte Spielrunde auf die vorigen Runden zurückwirkt. So dürfte mit der Androhung eines bindenden Schiedsspruchs der Anreiz für beide Seiten steigen, sich zuvor zu einigen. In diesem Fall hätte dieser Mechanismus sein Ziel erreicht, ohne eingesetzt werden zu müssen.

Sollte der Eingriff in die Rechtssouveränität in der vierten Stufe als zu weitgehend angesehen werden, ist alternativ ein Arrangement mit einer geringeren Bindungswirkung nach dem Prinzip „Comply or explain“ denkbar.

6 Ähnliches sehen Paulus (2013b) und Raffer (2010) vor. Anders als dort ist dies hier nur als wirklich letzte Möglichkeit und als Anreizmechanismus vorgesehen. Hier wie auch in den vorigen Verhandlungsstufen sollte der ESM dann wie bei Fuest et al. (2014) ein Vetorecht haben, falls vor der Staatsinsolvenz ein ESM-Programm bestand und somit den Hilfsgebern erhebliche finanzielle Risiken entstanden sind.

Dabei wäre eine Nichtakzeptanz des Umschuldungsvorschlags nur möglich, wenn eine Partei dies ausführlich und plausibel begründet. Würde sich der überschuldete Staat dem Votum widersetzen, wären ihm finanzielle Hilfen des ESM verwehrt. Das betroffene Land hätte dann zwar formal seine Souveränität gewahrt, müsste jedoch die Folgen eines ungeordneten Staatsbankrotts tragen.

Weitere Verfahrenselemente können ebenso dazu beitragen, eine effektive, faire und rechtssichere Abwicklung einer Staatsinsolvenz zu ermöglichen:

- Zunächst sollte das Schuldnerland im Rahmen eines Reformprogramms (vgl. Kapitel 4.3.5) dazu verpflichtet werden, sich an den Grundprinzipien und dem **Wohlverhaltenskodex** für Umschuldungen des Institute of International Finance (IIF, 2015) oder der Banque de France (2003) zu orientieren. Damit lassen sich **Best-Practice-Ansätze** (wie etwa Transparenz, Prinzip Treu und Glauben, faire Gläubigervertretung) nutzen, um ein möglichst konstruktives Verhandlungsklima zu schaffen. Dies dient dazu, die Effektivität des Verfahrens zu verbessern, und trägt zu einem fairen Interessenausgleich bei. Wohlverhalten ist auch deshalb relevant, weil stärkere Kooperation die Rückkehrbedingungen eines Staates an den Kapitalmarkt verbessert und die negativen Wirkungen auf den internationalen Kapitalmarktzugang für heimische Firmen mindert (Trebesch, 2009).

- Ein weiterer Aspekt ist die **Änderung der Umschuldungsklauseln von Staatsanleihen**. Die im Rahmen des ESM-Vertrags in den Euroländern neu eingeführten Umschuldungsklauseln in den Staatsanleihebedingungen (vgl. Kapitel 4.2) zielen darauf ab, Holdout-Strategien einzudämmen und so mehr Rechtssicherheit für einen Neuanfang des Schuldnerstaates zu schaffen. Dies soll zu mehr Effektivität und Fairness des Insolvenzverfahrens beitragen.

- Doch die getroffenen Regelungen reichen nicht aus, um Holdout-Anreize ausreichend einzuhegen.[7] Daher schlagen die Autoren in Anlehnung an Buchheit et al. (2013a) und Fuest et al. (2014) vor, dass die neben der Aggregationsklausel stehende **Einzelemissionsquote ersatzlos abgeschafft** wird, es in Zukunft also keine Mehrheitsanforderung auf Einzelemissions-

basis mehr geben soll. Allerdings hat die moderierende Organisation sicherzustellen, dass alle Gläubiger hinreichend gleich behandelt werden und es nicht dazu kommt, dass die zustimmende Mehrheit die nicht zustimmende Minderheit wirtschaftlich benachteiligt. Diese Änderung der Umschuldungsklauseln im Euroraum sollte möglichst schnell umgesetzt werden, weil es aufgrund unterschiedlicher Laufzeiten ohnehin längere Zeit in Anspruch nimmt, bis der Bestand an Staatsanleihen weitgehend ersetzt ist. Doch selbst mit dieser Änderung ist nicht ganz auszuschließen, dass Umschuldungen an Holdout-Strategien und damit an nicht erreichten Mehrheitsschwellen scheitern. Auch um mehr Effektivität gegen Holdouts und so mehr Rechtssicherheit zu gewährleisten, ist das Entscheidungsrecht des moderierenden Gremiums als Ultima Ratio wichtig.

- Um Holdout-Strategien zusätzlich zu behindern, sollte mit der Einleitung eines Staatsinsolvenzverfahrens **ein befristetes Moratorium für Klagen und Vollstreckungen** (von Anlegern in staatlichem Besitz) verhängt werden. Um einen Vertragsbruch zu verhindern und Rechtssicherheit zu gewährleisten, muss eine solche Vorkehrung (neben veränderten Umschuldungsklauseln) ebenfalls in die Staatsanleihebedingungen aufgenommen werden. Die Befristung des Moratoriums, das parallel zu den zuvor skizzierten Verhandlungsstufen zu gestalten ist, dient als weiteres Element, um dem Schuldnerland Anreize für eine kooperative Strategie zu setzen und ein zügiges und effektives Verfahren zu gewährleisten. Darüber hinaus kann es notwendig sein, dem Schuldnerstaat grundsätzlich eine temporäre Immunität zu geben, um auch mit Blick auf Gerichtsverfahren außerhalb der EU hinreichende Rechtssicherheit zu schaffen (Buchheit et al., 2013a; 2013b). Schließlich können Holdout-Strategien auch durch eine gezielte und verhältnismäßige Aufweichung der Gleichbehandlungsregeln (pari passu und pro rata) behindert werden, wie sie im Lichte des Falls Argentiniens (vgl. Anhang) vom IWF angeregt wird.

7 Denn die Umschuldungsklauseln sehen, wie in Kapitel 4.2 erläutert, neben einer 75-prozentigen Mehrheitsschwelle bei einer emissionsübergreifenden Abstimmung (Aggregationsklausel) vor, dass zugleich auch eine Zweidrittelmehrheit des vertretenen Nennwerts für jede einzelne Emission erreicht werden muss. Für größere Investmentfonds sollte es auf dieser Basis mit vertretbarem finanziellem Aufwand möglich sein, in relevanten Emissionstranchen eine Blockadeposition zu erreichen.

- Hinzu kommt die Änderung von **Staatsanleihebedingungen zur Schaffung dieser Verfahrensmechanismen**. Damit ein multilateraler Gesetzgebungsakt für die Schaffung einer Verfahrensordnung und der weiteren geschilderten Elemente entbehrlich ist, wird – ähnlich wie bei Paulus (2013b) – auch hier vorgeschlagen, die Möglichkeit des skizzierten Verfahrens in den Staatsanleihebedingungen vorzusehen. So ließe sich ein Vertragsbruch vermeiden und Rechtssicherheit gewährleisten.

4.3.4 Abfederung der Staatsinsolvenz

Es gilt, anreizkompatible und vertretbare Vorkehrungen gegen die ökonomischen Folgewirkungen eines Staatsbankrotts (vgl. Kapitel 2.2) und zur Aufrechterhaltung elementarer Staatsfunktionen zu treffen. Zu diesen beiden Zielen tragen auch die vorgeschlagenen Maßnahmen Bankenrekapitalisierung und Moratorium für Klagen und Vollstreckungen bei.

Dazu dient zudem der Vorschlag, mit Einleitung des Staatsinsolvenzverfahrens ein befristetes **Moratorium für den Schuldendienst** zu erlassen (wie auch bei den Vorschlägen SDRM, ECRM, VIPS, vgl. Kapitel 3), von dem Zahlungen an multilaterale Gläubiger aber ausgenommen sind. Dem vom Finanzmarkt abgeschnittenen Staat werden so keine Mittel entzogen, die er für die Aufrechterhaltung wichtiger Staatsfunktionen benötigt. Zudem trägt es zu der fairen Behandlung der Gläubiger untereinander bei, wenn verhindert wird, dass (nach Eintreten der Insolvenz) einzelne Gläubiger, deren Forderungen zufällig gerade zur Rückzahlung anstehen, Rückzahlungen erhalten und so die Finanzkraft des Staates zulasten der übrigen Gläubiger geschwächt wird. Die Befristung des Moratoriums soll ebenfalls die Kooperationsanreize des Schuldnerstaates stärken und so zur Effektivität des Verfahrens beitragen.

Auch bei einem **ESM-Programm** (nach per Schuldentragfähigkeitsanalyse festgestellter Solvenz) ist nach Ansicht der Autoren zumindest ein **Moratorium für Tilgungszahlungen** notwendig, das sich aber nur auf das Gros der Tilgungszahlungen beziehen sollte. Tilgungen an multilaterale Institutionen sind vom Staat also ebenso weiter zu leisten wie auch Zinszahlungen an alle Gläubiger. Damit soll mit Blick auf die Fairness unter den Gläubigern und zum Schutz staatlicher Gläubiger verhindert werden, dass öffentliche

ESM-Hilfskredite zur Auszahlung von Privatgläubigern genutzt werden, wie es teilweise bei den bisherigen Hilfsprogrammen der Fall war. Diese Regelung ist an einen Vorschlag der Deutschen Bundesbank (2011, 73) angelehnt. Flankiert werden müsste sie durch ein Moratorium für Klagen und Vollstreckungen gegen ESM-Programmländer (Buchheit et al., 2013a; Fuest et al., 2014). Zudem machen diese Vorschläge eine Änderung des ESM-Vertrags und der Staatsanleihebedingungen von Euroländern nötig.[8]

Den zu Beginn dieses Kapitels erwähnten Zielen dienen vor allem **konditionierte befristete Überbrückungskredite des ESM** an das insolvente Land. Diese erscheinen nötig, da Staat und Wirtschaft in der Regel nach Einleitung einer Insolvenz vom Finanzmarkt abgeschnitten sind. Sie sind daher ein wichtiges Instrument, um grundlegende Staatsfunktionen aufrechtzuerhalten und um die Folgewirkungen eines Staatsbankrotts abzufedern. Die Befristung der Hilfen soll den Kooperationsanreiz stärken und so zur Effektivität des Verhandlungsrahmens beitragen. Die Länge der Befristungen muss (wie die Befristungen der Moratorien) den Verhandlungsstufen angepasst werden und auch die Umsetzungsphase einer Verhandlungslösung mit einschließen.

Darüber hinaus kann es nötig werden, dass der ESM das Schuldnerland nach der Umsetzung der Umschuldung mit **konditionierten befristeten Wiedereinstiegshilfen** bei der Rückkehr an den Kapitalmarkt unterstützt. Die Erfahrung mit Umschuldungen zeigt, dass der Finanzmarkt in der Folge eine Zeit lang höhere Risikoprämien verlangt, die eine Rückkehr zu vertretbaren Bedingungen erschweren können (vgl. Kapitel 2.2). Dies mag in Grenzen zumutbar sein, weil der Schuldenstand durch die Umschuldung stark reduziert wurde. Sollten die Zinsen aber als zu hoch angesehen werden, wäre eine Wiedereinstiegshilfe ratsam, weil anderenfalls erneut eine zu große Belastung der Schuldentragfähigkeit drohen würde (und eine Verlängerung der Überbrückungshilfen nicht sinnvoll erscheint). Der ESM verfügt mit vorsorglichen Kreditlinien und damit verbundenen Primärmarktinterventionen bereits über geeignete Instrumente.

8 Der Vorschlag von Fuest et al. (2014) geht hier weniger weit und sieht vor, dass Euroländer ihre Schuldenstruktur nicht zu kurzfristig gestalten dürfen, um den Tilgungsbedarf innerhalb des Dreijahreszeitraums zu begrenzen.

4.3.5 Begrenzung finanzieller Risiken und Fehlanreize

Diese Hilfsmaßnahmen sind so zu gestalten, dass für den ESM und die Hilfsgeber finanzielle Risiken möglichst begrenzt bleiben[9] und keine Fehlanreize für die Fiskalpolitik entstehen (vgl. Kapitel 2.2). Dazu sollen die folgenden Mechanismen beitragen:

- Die Überbrückungshilfen sollten **Senioritätsstatus** haben (Fuest et al., 2014), also (außer gegenüber dem IWF) bevorrechtigt gegenüber den Forderungen anderer und besonders privater Gläubiger sein. Der Senioritätsstatus hat allerdings auch Nachteile, was vor allem bei normalen dreijährigen ESM-Hilfsprogrammen relevant ist und geändert werden sollte (Übersicht 10). Bei den Überbrückungshilfen während der Umschuldungsverhandlungen erscheint Seniorität aber angebracht, denn das Hilfsvolumen dürfte auch aufgrund des kurzen Zeitraums anteilsmäßig hinreichend begrenzt bleiben.

- Die **enge zeitliche Befristung der Finanzhilfen und Moratorien** dient dazu, die finanziellen Risiken des ESM zu begrenzen, aber auch den Kooperationsanreiz des Schuldnerstaates zu erhöhen und so die Effektivität des Verhandlungsrahmens zu stärken.

- Gegen den möglichen Fehlanreiz, dass der Kurs einer laxen Fiskalpolitik eingeschlagen werden könnte, weil eine Entschuldung als zu leicht wahrgenommen wird, müssen die ESM-Hilfen wie üblich streng auf ein **Reformprogramm** konditioniert werden. Mit diesem soll die ökonomische Grundlage für eine tragfähige Schuldensituation in der Zukunft geschaffen werden.[10] Der mit einem Reformprogramm verbundene **partielle Souveränitätsverlust** wirkt erfahrungsgemäß stark abschreckend. Die Anreize zur effektiven Umsetzung der Reformen können durch die übliche Auszahlung in Tranchen ebenso gestärkt werden wie durch die Befristun-

9 Die finanziellen Risiken hängen wesentlich davon ab, wie hoch ein möglicher Rekapitalisierungsbedarf bei den Banken des Schuldnerlandes ist. Hier wird erneut deutlich, wie wichtig es ist, dass Banken hinreichend Eigenkapital haben und nicht zu viele Anleihen ihres Staates besitzen oder diese hinreichend risikoadäquat mit Eigenkapital unterlegen.

10 Dazu muss auch die Anforderung an das Schuldnerland gehören, die Verhandlungen konstruktiv und kooperativ zu führen, um Effektivität und Schnelligkeit der Verhandlungen zu gewährleisten.

Begrenzung der Seniorität bei normalen ESM-Programmen

Übersicht 10

Wenn die Forderungen einzelner Gläubiger (wie etwa standardmäßig der IWF) Senioritätsstatus haben und damit gegenüber den übrigen Gläubigern bevorrechtigt sind, hat dies für die übrigen Gläubiger bei Umschuldungen negative Auswirkungen. Denn um für das Schuldnerland eine gegebene Entlastung zu erzielen, müssen sie auf einen größeren Teil ihrer Forderungen verzichten als in einem Szenario ohne Seniorität, bei dem sich alle Gläubiger beteiligen und Einbußen hinnehmen müssten. Diese negativen Auswirkungen sind umso gravierender, je höher der Anteil der bevorrechtigten Forderungen an den Gesamtforderungen ist.

Dazu ein Beispiel: Es gilt die Annahme, dass der ESM als bevorrechtigter Gläubiger im Zuge eines dreijährigen Hilfsprogramms einen Anteil an den Staatsschulden des Programmlandes von 40 Prozent erreicht (was in etwa den Programmen in Irland und Portugal entspricht). Ebenso wird angenommen, dass das betreffende Land auch nach dem Programm nicht an den Finanzmarkt zurückkehren kann und somit gemäß den hier vorgeschlagenen Regeln ein Staatsinsolvenzverfahren eingeleitet wird. Per Annahme sollen für eine hinreichende Tragfähigkeit die Staatsschulden des Landes von 100 Milliarden Euro um die Hälfte (also um 50 Milliarden Euro) gekürzt werden. Da die ESM-Forderungen von 40 Milliarden Euro ausgenommen sind, müssen die übrigen Gläubiger, die 60 Milliarden Euro an Forderungen halten, auf 50 Milliarden Euro verzichten. Damit verlieren sie fünf Sechstel (rund 83 Prozent) ihrer Forderungen.

Wenn die Gläubiger dieses hohe Verlustrisiko antizipieren, das während eines ESM-Programms allmählich steigt, besteht die Gefahr, dass eine Rückkehr des Schuldnerlandes an den Finanzmarkt nach dem Programmende stark erschwert wird, weil die Risikoprämien auf neue Staatsanleihen beim Wiedereinstieg recht hoch liegen dürften. Damit würde ein erfolgreicher Ausstieg aus einem ESM-Programm schwieriger. Daher schlagen Fuest et al. (2014) vor, dass ESM-Hilfskredite keinen Senioritätsstatus erhalten, anders als es im ESM-Vertrag vorgesehen ist. Damit würden aber die Risiken für die europäischen Steuerzahler sehr deutlich zunehmen.

Um diesen Nachteil zu mildern, wird hier ein Mittelweg vorgeschlagen. Demnach sollte nur die Hälfte der ESM-Forderungen Senioritätsstatus erhalten. Darüber hinaus dürfte der ESM nur Hilfskredite bis zu maximal 40 Prozent der gesamten Staatsschulden vergeben. Sollte diese Quote vor dem Ablauf von drei Jahren erreicht sein, müsste bereits dann ein Staatsinsolvenzverfahren eingeleitet werden. Diese Regelung setzt wichtige Anreize für die Euroländer, ihre Schuldenstruktur nicht zu kurzfristig zu gestalten.

Unter diesen Bedingungen sähe die obige Beispielrechnung wie folgt aus: Von den 40 Milliarden Euro an ESM-Forderungen sind 20 Milliarden Euro bevorrechtigt. Damit verbleiben 80 Milliarden Euro, die in den Schuldenschnitt von 50 Milliarden Euro einbezogen würden. Auf den ESM entfielen 10 Milliarden Euro (die Hälfte von 20 Milliarden), auf die übrigen Gläubiger 40 Milliarden Euro. Damit müssten die übrigen Gläubiger, die 60 Milliarden Euro halten, mit nunmehr zwei Dritteln deutlich geringere Einbußen hinnehmen (66 Prozent statt 83 Prozent bei voller Seniorität). Ohne jegliche Seniorität wären es 50 Prozent.

Alternativ könnte der maximale Schuldenanteil des ESM auf 30 Prozent begrenzt werden. Im Beispielfall würde der ESM dann Verluste von 7,5 Milliarden Euro machen und die übrigen Gläubiger müssten auf 42,5 Milliarden von 70 Milliarden Euro (also rund 61 Prozent) verzichten.

Eigene Darstellung

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

gen der Überbrückungskredite. Dabei machen die Befristungen während der verschiedenen Verhandlungsstufen immer wieder Verlängerungen des Hilfsprogramms nötig, vor denen die ausreichende Reformumsetzung von den Institutionen EU-Kommission, EZB und IWF zu attestieren ist.

Allerdings braucht die Aufstellung und Umsetzung eines Reformprogramms eine gewisse Zeit, die bei einem kurzen Verhandlungsprozess möglicherweise nicht vorhanden ist. Sollten Wiedereinstiegshilfen nötig sein, dürfte hinreichend Zeit zur Verfügung stehen. Wenn eine Rückkehr ohne derartige Unterstützung möglich ist, kann die gegebenenfalls weitere Umsetzung im Zuge einer strengen Nach-Reform-Überwachung gewährleistet werden. Doch bei einer erfolgreichen Rückkehr ohne flankierende Hilfen wird der Finanzmarkt den Reformfortschritt des Landes bereits als hinreichend ansehen.

4.3.6 Übergangsprobleme

Ein solches Staatsinsolvenzverfahren kann (ebenso wie die Abschaffung der Risikofreiheit von Staatsanleihen bei der Bankenregulierung) aus verschiedenen Gründen nicht sofort eingeführt werden, die auch andere Vorschläge berücksichtigen:

- Es bedarf längerer Zeit, bis genügend neue Staatsanleihen mit geänderten Staatsanleihebedingungen umlaufen, die etwa für veränderte Umschuldungsklauseln, Moratorien und die Festlegung des stufenweisen Verhandlungsprozesses mit der Option eines bindenden Schiedsspruchs als Ultima Ratio nötig sind. Hier stellt sich die Frage, ob unter realistischen Bedingungen ein Schuldentausch möglich wird, bei dem finanzielle Konditionen voll erhalten bleiben, aber die rechtlichen Modalitäten verändert werden.

- Vor allem sind die Staatsschuldenquoten derzeit noch sehr hoch und bis zuletzt in einigen Ländern noch weiter gestiegen. Bei einem leichter durchführbaren Staatsinsolvenzverfahren könnte somit die Gefahr von Krisen auf den Staatsanleihemärkten drohen. Es erscheint notwendig, eine hinreichend lange Zeit verstreichen zu lassen, in der die Staatsschuldenquoten bei niedrigeren Fiskaldefiziten, neuem Wachstum und wieder gestiegener Inflation sinken können, um so eine mögliche Nervosität der

Märkte zu mindern. Die alternativen Vorschläge einer Entschuldung durch Mechanismen wie PADRE (vgl. Kapitel 3) oder den Schuldentilgungsfonds des SVR unterstützen die Autoren nicht. Allerdings verfolgt der Rat selbst seinen Plan nicht mehr weiter (SVR, 2015, Tz. 89).

- Auch die Stärkung der Bankenrisikovorsorge und eine Umschichtung der Bankenportfolios weg von Staatsanleihen brauchen Zeit.

Fuest et al. (2014) machen zur Lösung dieser Probleme einen interessanten und konstruktiven Vorschlag. Demnach soll ein neues Staatsinsolvenzverfahren zwar erst auf längere Sicht fest eingeführt werden, beispielsweise zum Stichtag 1. Januar 2030 oder wenn der durchschnittliche Schuldenstand im Verhältnis zum BIP unter 80 Prozent gesunken ist. Als weitere Voraussetzungen werden die Vollendung der Bankenunion, eine Aufhebung der Privilegierung von Staatsanleihen bei der Eigenkapitalregulierung von Banken sowie eine hinreichende Verbreitung von Umschuldungsklauseln im Staatsanleihebestand genannt. Doch soll bereits heute der formelle Beschluss für die Schaffung eines solchen Verfahrens getroffen werden.

5 Fazit

Nicht zuletzt der Fall Griechenland hat deutlich gemacht, dass im reformierten EWU-Regelwerk noch eine Lücke klafft, da es kein Staatsinsolvenzverfahren gibt. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts in einer Währungsunion tendenziell höher als bei Einzelstaaten, die ihre Staatsschulden mit einer eigenen Geldpolitik monetisieren können. Die vorliegende Analyse spricht sich daher und aus weiteren Gründen für die Schaffung eines geordneten und verlässlichen Staatsinsolvenzverfahrens in der Europäischen Währungsunion aus.

Diese Entscheidung wird fundiert durch eine ausführliche Abwägung der Vor- und Nachteile eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens. Zu den Vorteilen: Ohne ein solches Verfahren droht eine Insolvenzverschleppung

und schließlich im Zuge eines ungeordneten Staatsbankrotts eine gravierende Wirtschaftskrise für das betroffene Land. Darüber hinaus sind Vorkehrungen nötig gegen das sogenannte Holdout-Problem. Denn einzelne Gläubiger haben Anreize, sich einer Umschuldung zu verweigern und vor Gerichten auf vollständige Erfüllung ihrer Forderungen zu klagen (Holdout-Strategie). Das behindert eine Lösung, schafft Rechtsunsicherheit, erschwert dem Staat möglicherweise einen neuen Anfang und führt bei Erfolg der Klagen zu fragwürdigen Umverteilungseffekten zwischen den Gläubigern. Im vergangenen Jahrzehnt sind zwar mit der wichtigen Ausnahme Argentiniens bei einigen anderen Schwellenländern relativ reibungsarme Ad-hoc-Verfahren nach US-Recht gefunden worden. Auch Griechenlands Umschuldung wurde ad hoc durchgeführt. Doch erscheint die Übertragbarkeit fraglich und das Risiko der Rückwirkungen eines Scheiterns oder starker Verzögerungen in dem stark verflochtenen Euroraum zu groß. Darüber hinaus gilt es, Fehlanreize für die Fiskalpolitik zu senken, indem die No-Bailout-Klausel des Vertrags über die Arbeitsweise der EU (AEUV) und die Disziplinierungswirkung der Finanzmärkte gestärkt werden. Auch muss eine Transferunion im Euroraum verhindert werden, die drohen würde, wenn ohne ein verlässliches Insolvenzverfahren ein Ausstieg aus einem ESM-Hilfsprogramm kaum möglich erscheint.

Allerdings sind auch die Nachteile und Risiken eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens relevant. So kommt es zu einer problematischen Umverteilung zulasten der Gläubiger. Außerdem könnten durch eine zu abgefederte (und möglicherweise missbräuchlich genutzte) Entschuldungsmöglichkeit Fehlanreize für die Fiskalpolitik entstehen. Zudem muss die Reaktion der Finanzmärkte einbezogen werden. Vor allem könnte es im Zuge eines Rush to the Exit zu vorgezogenen und sich selbst verstärkenden Krisenerscheinungen an den Staatsanleihemärkten kommen. Auch dürften die Risikoprämien auf die Staatsanleihezinsen durch die Erwartung häufigerer Staatsbankrotte steigen. Wenngleich dies auf der Vorteilsseite wegen der disziplinierenden Finanzmarktwirkung positiv zu sehen ist, muss mit nennenswerten politischen Widerständen der Staaten gerechnet werden, da deren Handlungsspielraum enger wird. Zudem droht die Schwierigkeit, dass ein bankrotter Staat nach der Umschuldung nur schwer und nur zu hohen Risikoprämien an den Finanzmarkt zurückkehren kann. Schließlich ist die

Gefahr von Ansteckungseffekten auf andere Euroländer einzukalkulieren. Die Autoren vertreten jedoch die Ansicht, dass sich diese Risiken durch einschlägig konzipierte Gegenmaßnahmen so weit bekämpfen lassen, dass die Vorteile eines geordneten und verlässlichen Staatsinsolvenzverfahrens die potenziellen Nachteile deutlich überwiegen.

Als weitere Grundlage für die zu gebenden Empfehlungen wird eine Reihe bereits existierender Vorschläge für Staatsinsolvenzverfahren vorgestellt (Übersicht 5 in Kapitel 3 gibt einen tabellarischen Überblick). Die Vorschläge lassen sich nach verschiedenen Charakteristika unterscheiden, ob sie ein schiedsgerichtliches Verfahren vorsehen, einen Regelmechanismus als Auslöser für ein Insolvenzverfahren installieren wollen, also einen automatischen Auslösemechanismus präferieren, oder ob sie eine eher diskretionäre Lösung bevorzugen, die auf einen Automatismus verzichtet. Darüber hinaus unterscheiden sie sich unter anderem danach, ob und wie sie mit der Holdout-Problematik umgehen, wie ausführlich sie sind, ob sie speziell auf den Euroraum eingehen und ob sie Finanzhilfen (etwa durch den ESM) mit einbeziehen.

Auf Basis der bisherigen Ausführungen werden wichtige Anforderungen an ein Staatsinsolvenzverfahren für den Euroraum abgeleitet. Um diese Anforderungen unter Berücksichtigung bestehender Zielkonflikte möglichst gut zu erfüllen, unterbreiten die Autoren einen konkreten Vorschlag für ein Staatsinsolvenzverfahren. Dabei greifen sie auf Elemente bisheriger Vorschläge[11] zurück, wandeln diese teilweise ab und kombinieren die Elemente zu einem eigenständigen Vorschlag.

Als pauschale Anforderung gilt, dass ein Staatsbankrott im Euroraum möglich und ein Staatsinsolvenzverfahren glaubwürdig und funktionsfähig sein muss, ohne jedoch eine Einladung zu einer zu leichten Entschuldung zu bieten. Eine Schuldenrestrukturierung kann nur die Ultima Ratio sein.

11 Besonders bedeutsam in dieser Hinsicht sind die Studien von Gianvity et al. (2010), EEAG (2011), Buchheit et al. (2013a), Paulus (2013b) und Fuest et al. (2014). In Kapitel 4.2 wird dokumentiert, welche Empfehlungen der Autoren auf bereits gemachte Vorschläge in anderen Studien zurückgehen.

Die zentralen Empfehlungen lauten:

- Auslöser eines Staatsinsolvenzverfahrens ist in der Regel das betreffende Land. Bei Insolvenzverschleppung sollte aber auch der ESM mit sehr hoher Mehrheitserfordernis der Auslöser sein können. Alternativ ist vorzusehen, dass ein Verfahren zwangsweise eingeleitet wird, wenn ein vorhergehendes, aber nicht erfolgreiches ESM-Programm ausgelaufen ist. Für die Auslösung sollte keine Regelbindung gelten, weil dies die Gefahr einer Krise am Staatsanleihemarkt durch einen Rush to the Exit der Anleger vergrößern würde. Stattdessen sollte die Praxis des ESM beibehalten werden, dass die Institutionen EU-Kommission, EZB und in der Regel der IWF über die Solvenz eines Staates mit einer Schuldentragfähigkeitsanalyse entscheiden, wobei im ESM-Vertrag klarere Vorgaben für die Auslösung eines Insolvenzverfahrens bei mangelnder Solvenz vorzusehen sind.

- Entscheidend dafür, dass die No-Bailout-Klausel und die Disziplinierungsfunktion der Finanzmärkte gestärkt werden, ist eine hohe Glaubwürdigkeit und Funktionsfähigkeit eines Staatsinsolvenzverfahrens. Dazu muss das Verfahren selbst möglichst effektiv, schnell, fair und rechtssicher sein.

- Zudem gilt es, Ansteckungseffekte zu verhindern – sei es auf andere Eurostaaten, indem ESM und EZB diese abschirmen, sei es auf Banken im Euroraum, indem die Anforderungen an die Eigenkapitalbasis der Banken weiter erhöht und die Bevorzugung von Staatsanleihen in der Eigenkapitalregulierung abgeschafft werden.

- Um ein möglichst effektives Insolvenzverfahren zu gewährleisten, wird ein abgestufter Verhandlungsprozess zwischen Schuldnerland und Gläubigern mit mehreren zeitlich begrenzten Schritten vorgeschlagen. Dieser Prozess ermöglicht zunächst eine Zweimonatsfrist für eine marktbasierte Verhandlungslösung, sieht danach aber einen institutionalisierten und transparenten Verhandlungsrahmen vor, der dem Schuldnerland starke Anreize für ein konstruktives Verhalten setzt. Zudem erhält ein noch zu schaffendes, moderierendes juristisches Gremium eine zentrale Rolle. Es begleitet die Verhandlungen ab der zweiten Stufe konstruktiv zunächst

mit seiner Expertise, kann aber in einer letzten Stufe eine bindende Entscheidung treffen, jedoch nur als Ultima Ratio. Damit ist die Erwartung verbunden, dass im Rahmen eines spieltheoretischen Ansatzes die letzte Spielrunde auf die vorigen Runden zurückwirkt. So dürfte mit der Androhung eines bindenden Schiedsspruchs der Anreiz für beide Seiten steigen, sich zuvor zu einigen. In diesem Fall hätte dieser Mechanismus sein Ziel erreicht, ohne eingesetzt werden zu müssen. Die Autoren schlagen in Anlehnung an einen bestehenden Vorschlag ebenfalls vor, als moderierendes Gremium eine neue Kammer am EuGH für diese Zwecke zu schaffen. Sollte der Eingriff in die staatliche Souveränität als zu weitgehend angesehen werden, ist alternativ ein Arrangement mit einer geringeren Bindungswirkung nach dem Prinzip „Comply or explain" denkbar. Würde sich der überschuldete Staat dem Votum widersetzen, wären ihm finanzielle Hilfen des ESM verwehrt. Zudem sollte in den Prozess das ökonomische Know-how der Institutionen EU-Kommission, EZB und IWF eingespeist werden, vor allem um zu bewerten, wie sich verschiedene Umschuldungsszenarien auf die Schuldentragfähigkeit auswirken.

- Neben der Möglichkeit einer Ultima-Ratio-Entscheidung dienen weitere Mechanismen dazu, die Holdout-Problematik zu begrenzen. Dazu sollten die neu eingeführten Umschuldungsklauseln im Euroraum so geändert werden, dass eine qualifizierte Mehrheit von 75 Prozent aller Gläubiger für die Umschuldung ausreicht, also dass dazu nicht wie bislang auch eine Abstimmung auf Ebene von Einzelemissionen nötig ist. Zudem ist eine (vorerst auf den Verhandlungszeitraum befristete) Immunitätsklausel einzuführen, die die betroffenen Staaten während der Umschuldungsverhandlungen vor Klagen und Vollstreckungen privater Gläubiger schützt. Allerdings hat das moderierende Gremium sicherzustellen, dass alle Gläubiger hinreichend gleich behandelt werden und es nicht dazu kommt, dass die zustimmende Mehrheit die nicht zustimmende Minderheit wirtschaftlich benachteiligt.

- Es gilt, anreizkompatible und vertretbare Vorkehrungen gegen die negativen ökonomischen Folgewirkungen eines Staatsbankrotts und zur Aufrechterhaltung elementarer Staatsfunktionen zu treffen, da Staat und Wirtschaft in der Regel nach Einleitung einer Insolvenz vom Finanzmarkt

abgeschnitten sind. Dazu dienen ein befristetes Schuldendienstmoratorium sowie befristete, begrenzte und konditionierte Überbrückungskredite und, falls nötig, Wiedereinstiegshilfen des ESM bei der Rückkehr an den Kapitalmarkt.

- Diese Hilfsmaßnahmen sind allerdings so zu gestalten, dass für den ESM und die Hilfsgeber finanzielle Risiken möglichst begrenzt bleiben und keine Fehlanreize für die Fiskalpolitik durch eine zu stark abgefederte Entschuldungsmöglichkeit entstehen. Dazu dient vor allem, dass die Finanzhilfen mit einem obligatorischen Reformprogramm verbunden sind, das wegen des damit einhergehenden partiellen Souveränitätsverlusts erfahrungsgemäß stark abschreckend wirkt. Zudem sind die Überbrückungshilfen eng befristet, werden nur tranchenweise ausgezahlt und erhalten einen Senioritätsstatus.

- Ein solches Staatsinsolvenzverfahren (ebenso wie die Abschaffung der Risikofreiheit von Staatsanleihen bei der Bankenregulierung) kann aus verschiedenen Gründen nicht sofort eingeführt werden. Um krisenhafte Zuspitzungen durch ein leichteres Insolvenzverfahren zu verhindern, müssen erst die teilweise sehr hohen Staatsschuldenquoten hinreichend zurückgeführt, die Eigenkapitalbasis der Banken gestärkt sowie das Gewicht der Staatsanleihen in ihren Portfolios verringert werden. Zudem bedarf es längerer Zeit, bis genug neue Staatsanleihen mit geänderten Staatsanleihebedingungen umlaufen.[12] Gleichwohl sollte zeitnah und verlässlich entschieden werden, dass mittelfristig ein ausbuchstabiertes Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum eingeführt wird.

12 Änderungen der Staatsanleihebedingungen sind nötig für veränderte Umschuldungsklauseln, für die Einführung von Moratorien und der Immunitätsklausel sowie für die Festlegung des hier vorgeschlagenen stufenweisen Verhandlungsprozesses mit der Option eines bindenden Schiedsspruchs als Ultima Ratio.

Anhang

Argentinien: Risiken und Folgen eines ungeordneten Staatsbankrotts

Der Umgang Argentiniens mit seiner Auslandsverschuldung kann als Beleg dafür herangezogen werden, dass ein institutionalisierter Mechanismus für staatliche Umstrukturierungen erforderlich ist. Argentinien geriet Ende der 1990er Jahre in eine Rezession. 1999 schrumpfte das BIP real um 3,4 Prozent. Gleichwohl hielt das Land an einer kontraktiven Geldpolitik fest, um den Wechselkurs seiner Währung gegenüber dem US-Dollar im Verhältnis eins zu eins konstant zu halten. Beide Währungen waren seit Anfang der 1990er Jahre über ein Currency Board fixiert (Kaminski et al., 2009, 6).

Das Vorhaben ging jedoch nicht auf. Die Rezession verschärfte sich, die Regierung hatte Schwierigkeiten, die Staatsschuld zu revolvieren. Banken wurden verpflichtet, staatliche Anleihen zu übernehmen, was sie der Gefahr aussetzte, im Fall eines Staatsbankrotts in Mitleidenschaft zu geraten. Im Juni 2001 kam es zu einem Bank Run, das Currency Board war nicht mehr zu halten. Bis Juni 2002 war das Verhältnis von US-Dollar zu Peso von eins zu eins auf eins zu vier gesunken (Kaminski et al., 2009, 7), was einer Abwertung der argentinischen Währung um 75 Prozent entsprach. 2002 lag das BIP real um mehr als 18 Prozent unter dem Stand von 1998. Die Abwertung hatte überdies zur Folge, dass die staatlichen Schulden von 144 Milliarden Peso (2001) auf 514 Milliarden Peso im Jahr 2002 anstiegen. Gemessen am BIP nahm die Schuldenquote damit von 54 Prozent auf 165 Prozent zu (IWF, 2015).

Im Dezember 2001 erklärte sich Argentinien für zahlungsunfähig. Das war der siebte Zahlungsausfall Argentiniens seit 1800 (The Economist, 2014). Das Land schuldete damals privaten Investoren Anleihen zum Nennwert von knapp 82 Milliarden US-Dollar (Hornbeck, 2013, 3), aufgeteilt auf 152 Emissionen (NZZ, 2014) in sieben verschiedenen Währungen, die von rund 700.000 Gläubigern gehalten wurden, darunter viele Privatanleger. Unter den Privatanlegern befanden sich viele italienische Kleinsparer, die im Zuge der Vorbereitungen ihres Landes auf den Euro aufgrund der Zinskonvergenz

sinkende Renditen italienischer Anleihen erfahren mussten (Gabriel, 2014). Der Interessenverband Task Force Argentina vertritt nach eigenen Angaben 50.000 Anleihebesitzer, die noch Forderungen in Höhe von 2 Milliarden US-Dollar haben (Busch, 2014a). Hinzu kamen Schulden in Höhe von 6,3 Milliarden US-Dollar gegenüber den im Pariser Club organisierten Gläubigerländern und 9,5 Milliarden US-Dollar gegenüber dem IWF (Hornbeck, 2013, 3).

Argentinien verhandelte zunächst drei Jahre lang mit dem IWF und Anleihegläubigern über eine Restrukturierung seiner Staatsverschuldung. Das Land nahm dabei eine harte Linie ein und bestand auf einem hohen Abschlag für die privaten Gläubiger. Dann kündigte das Land die Vereinbarung mit dem IWF auf und setzte die Umschuldungsbedingungen für die privaten Gläubiger einseitig fest. Sie waren nicht das Ergebnis einer einvernehmlichen Regelung (Hornbeck, 2013, 8). „Dem Umtauschangebot von 2005 (25 bis 29 Cent auf einen US-Dollar) lag ein Ausgabeprospekt zugrunde, der an kompromissloser Eigenmächtigkeit und Rücksichtslosigkeit kaum zu wünschen übrig lässt“ (Paulus, 2013a, 490). Argentinien hatte darüber hinaus 2005 ein Gesetz erlassen, das Zahlungen an jene Gläubiger verbot, die sich nicht an den Restrukturierungen beteiligten.

2005 kam es zur ersten Umschuldung argentinischer Anleihen, 2010 zur zweiten. Insgesamt strukturierte Argentinien damit schätzungsweise 93 Prozent seiner Auslandsschulden um (IWF, 2014a, 8). Die Gläubiger mussten dabei auf etwa 70 Prozent des Nennwerts ihrer Forderungen verzichten (Brächer et al., 2014). Unter den restlichen Gläubigern sind Fonds, die argentinische Anleihen mit erheblichen Abschlägen vom Nominalwert erworben hatten – teilweise werden Zahlen von rund 90 Prozent genannt (Paulus, 2013a, 490) – und vor Gericht auf die vollständige Erfüllung ihrer Forderungen klagten. Ihr Geschäftsmodell kann als Holdout-Strategie bezeichnet werden. Sie verweigern sich einer Umschuldung in der Hoffnung, gerichtlich bessere Bedingungen durchsetzen zu können. Mit dieser Strategie sind Fonds schon vor dem Fall Argentinien erfolgreich gewesen.

Zwischen 2005 und 2007 klagten mehr als 50 Hedgefonds vor einem New Yorker Gericht. Kläger versuchten überdies, verschiedene Objekte Argenti-

niens zu pfänden, darunter das Präsidentenflugzeug Tango 01, das Segelschulschiff Libertad und die Konten der argentinischen Zentralbank bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Malcher, 2014, 82 f.). Letztlich blieben diese Bemühungen erfolglos. Erfolgreicher waren die Holdout-Gläubiger unter der Führung des Hedgefonds NML-Capital, die insgesamt 1,6 Milliarden US-Dollar an Forderungen geltend machten, mit ihrer 2011 vor einem New Yorker Gericht angestrengten Klage gegen Argentinien (IWF, 2014a, 8).

Die US-amerikanische Gerichtsbarkeit verurteilte die argentinische Regierung dazu, die klagenden Gläubiger zu befriedigen und verbot es dem Land, fällige Zahlungen an Gläubiger zu leisten, die sich an der Umschuldung beteiligt hatten, solange es nicht Forderungen der Kläger beglich, die sich der Umschuldung widersetzt hatten. US-Gerichte sind zuständig, weil die fraglichen Anleihen einst unter internationalem Recht ausgegeben wurden, um sie attraktiv zu machen (Börsen-Zeitung, 2014). Das Gericht untersagte der mit der Zahlungsabwicklung beauftragten Bank in New York die Auszahlung von Geldern, die Argentinien dort bereits deponiert hatte (Busch, 2014b; FAZ, 2014a). Es berief sich bei seiner Entscheidung auf die Pari-passu-Klausel, wonach alle Gläubiger gleich zu behandeln sind (FAZ, 2013; 2014b; Hornbeck, 2013, 9 f.). Diese Auslegung der Pari-passu-Klausel ist unter Juristen umstritten (Paulus, 2013a, 490). Der Streit geht darum, ob pari passu nicht nur für die Gleichrangigkeit der Gläubiger gilt, wie die Klausel gemeinhin interpretiert wird, oder ob sie auch Gleichbehandlung bei der Zahlung bedeutet (IWF, 2014a, 37 ff.). Die Pari-passu-Klausel kommt aus der Welt der Unternehmensanleihen, wurde aber schon seit den frühen 1990er Jahren in die Bedingungen von Staatsanleihen aufgenommen. "The meaning of pari-passu clauses in sovereign debt agreements is less clear" (IWF, 2014a, 37). "Under the 'ranking' interpretation, the pari-passu clause is understood to protect against acts of legal subordination of one creditor's claims in favor of other equally ranked creditors, but not to have a bearing on the timing of payments or to require 'ratable' payments" (IWF, 2014a, 38).

Argentinien geriet damit in eine Zwickmühle: Da es die Auszahlung an die Gläubiger verweigerte, die nicht an der Umschuldung teilgenommen hatten, konnten auch keine Zahlungen an die Anleihehalter fließen, die sich auf den

Schuldenschnitt eingelassen hatten. Wäre Argentinien dagegen dem Gerichtsurteil nachgekommen und hätte die Altschuldner bedient, hätten die Gläubiger, die umgeschuldet hatten, ein Recht auf Nachbesserung. In den Anleihebedingungen der Schuldenumstrukturierung ist eine sogenannte RUFO-Klausel (Rights Upon Future Offers) enthalten. Dies bedeutet, dass Argentinien den Umschuldungsgläubigern ein Nachbesserungsangebot machen muss, wenn es andere Gläubigergruppen besser behandelt. Allerdings galt diese Klausel nur bis Ende 2014. Gleichwohl ist es fraglich, ob Argentinien aus politischen Gründen 2015 die Forderungen der Kläger begleichen könnte (Malcher, 2014, 84), denn das böte einen Anreiz zu einem Holdout bei künftigen staatlichen Umschuldungsverhandlungen.

Der Fall Argentinien zeigt die Nachteile, die ein ungeordneter Staatsbankrott nach sich ziehen kann. Kapitalflucht und die starke Abwertung des Peso verringerten schlagartig den argentinischen Wohlstand. Es kam zu Straßenprotesten und politischen Unruhen (Hornbeck, 2013, 14). Da eine Einigung mit den Gläubigern nicht stattgefunden hatte, ergaben sich erhebliche Rechtsrisiken, die 13 Jahre später erneut zu einem Default führten. Der Zugang zum Kapitalmarkt ist Argentinien weitgehend versperrt. Es musste zu unorthodoxen Finanzierungsmaßnahmen und zur Notenpresse greifen (FAZ, 2014b; Hornbeck, 2013, 13). Die Kapitalallokation wurde gestört – mit negativen Folgen für die argentinische Wirtschaft. Die Folgen und Kosten für das Land sind auch heute noch spürbar.

Literatur

Banque de France, 2003, Towards a voluntary Code of good conduct for Sovereign Debt Restructuring, https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/etud7_0603.pdf [5.6.2015]

Benninghofen, Jens, 2014, Die Staatsumschuldung, Baden-Baden

Bi, Ran / Chamon, Marcos / Zettelmeyer, Jeromin, 2011, The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings, IMF Working Paper, Nr. 11/265, https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11265.pdf [3.6.2015]

Blankart, Charles B. / Ehmke, David C., 2014, Kostenkontrolle im Föderalismus, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 63. Jg., Nr. 3, S. 173–184

Börsen-Zeitung, 2014, Argentinien spielt im Anleihestreit auf Zeit, Nr. 116, 21.6.2014, S. 7

Brächer, Michael / Busch, Alexander / Wiebe, Frank, 2014, Unter Geiern, in: Handelsblatt, Nr. 128, 8.7.2014, S. 28

Buchheit, Lee C. et al., 2013a, Revisiting Sovereign Bankruptcy, Committee on International Economic Policy and Reform (CIEPR), Washington D. C.

Buchheit, Lee C. / Gulati, G. Mitu, 2001, Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges, in: UCLA Law Review, 48. Jg., Nr. 5, S. 59–84

Buchheit, Lee C. / Gulati, G. Mitu, 2010, How to Restructure Greek Debt, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper, Nr. 2336, Durham

Buchheit, Lee C. / Gulati, G. Mitu / Tirado, Ignacio, 2013b, The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2205704 [9.3.2015]

Bundesschuldenwesengesetz, 2006/2012, Gesetz zur Regelung des Schuldenwesens des Bundes, Paragraf 4b, http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/bschuwg/gesamt.pdf [9.6.2015]

Busch, Alexander, 2014a, Die Schlinge um Argentinien zieht sich zu, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 146, 27.6.2014, S. 33

Busch, Alexander, 2014b, Argentiniens Regierung kämpft gegen Windmühlen, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 212, 13.9.2014, S. 31

Busch, Berthold / Jäger-Ambrozewicz, Manfred / Matthes, Jürgen, 2010, Wirtschaftskrise und Staatsbankrott, IW-Analysen, Nr. 62, Köln

Cruces, Juan J. / Trebesch, Christoph, 2011, Sovereign Defaults: The Price of Haircuts, CESifo Working Paper, Nr. 3604, München

Das, Udaibir S. / Papaioannou, Michael G. / Trebesch, Christoph, 2012, Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts, IMF Working Paper, Nr. 12/203, http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf [9.3.2015]

Deutsche Bundesbank, 2003, Weltweite Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank, 2011, Monatsbericht August, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank, 2013, Monatsbericht Februar, Frankfurt am Main

Deutscher Bundestag, 2015, Antrag der Fraktion DIE LINKE, Für ein internationales Staateninsolvenzverfahren, Drucksache 18/3743, Berlin

EEAG – European Economic Advisory Group, 2011, A New Crisis Mechanism for the Euro Area, in: The EEAG Report on the European Economy, München, S. 71–96

Eichborn, Wolfgang von, 2014, Gesucht – gefunden: Ein echtes InsolvenzRecht für Euroländer, in: ifo Schnelldienst, 67. Jg., Nr. 19, S. 22–27

Eichengreen, Barry, 2003, Restructuring Sovereign Debt, in: Journal of Economic Perspectives, 17. Jg., Nr. 4, S. 75–98

Eichengreen, Barry, 2014, A dance over the European debt burden will not last forever, in: Financial Times, 17.11.2014

Ermrich, Christine, 2007, Die Zahlungsunfähigkeit von Staaten, Hamburg

EU-Kommission, 2015, Datenbank AMECO online, http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm [5.5.2015]

FAZ – Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2013, Argentiniens Gläubiger müssen wieder zittern, Nr. 223, 25.9.2013, S. 18

FAZ, 2014a, Galgenfrist für Argentinien, 30 Tage für Verhandlungen mit Gläubigern, Nr. 149, 1.7.2014, S. 18

FAZ, 2014b, Der Fall Argentinien stärkt Rechte privater Gläubiger, Nr. 143, 24.6.2014, S. 22

FAZ, 2015, Argentinien verschafft sich ausländisches Kapital, Nr. 103, 5.5.2015, S. 16

Feld, Lars, 2011, Nachhaltige Finanzverfassung aus ökonomischer Perspektive, in: Kahl, Wolfgang (Hrsg.), Nachhaltige Finanzstrukturen im Bundesstaat, Tübingen, S. 45–65

Financial Times, 2012, An Unforgiven Debt, 28.11.2012

Fuest, Clemens, 2014, Die Krise im Euroraum nachhaltig überwinden, http://www.vbw-bayern.de/vbw/Aktionsfelder/Europa/Finanzmarkt-und-planung/Die-Krise-im-Euroraum-nachhaltig-%C3%BCberwinden.jsp [9.3.2015]

Fuest, Clemens / Heinemann, Friedrich / Schröder, Christoph, 2014, A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns (VIPS) in the Euro Area, ZEW Discussion Paper, Nr. 14-053, Mannheim

Gabriel, Claudia, 2014, Kein Mitleid mit Argentinien, aber mit den Bond-Märkten, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 145, 26.6.2014, S. 21

Gelpern, Anna, 2015, Sovereign Debt Restructuring Framework, Testimony, https://piie.com/publications/testimony/gelpern20150204.pdf [9.3.2015]

Gianvity, Francois et al., 2010, A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal, Bruegel Blueprint, Nr. 10, Brüssel

Gros, Daniel / Mayer, Thomas, 2010, How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!, CEPS Policy Brief, Nr. 202, Brüssel

Gros, Daniel / Mayer, Thomas, 2011, Debt reduction without default?, CEPS Policy Brief, Nr. 233, Brüssel

Herdegen, Matthias, 2014, Internationales Wirtschaftsrecht, München

Hirte, Heribert, 2015, Wenn Staaten pleitegehen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 110, 13.5.2015, S. 7

Hornbeck, J. F., 2013, Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts", Congressional Research Service, http://fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf [10.3.2015]

Hüther, Michael, 2010, Braucht Europa eine Insolvenzordnung für Staaten?, in: ifo Schnelldienst, 63. Jg., Nr. 23, S. 3–7

IIF – Institute of International Finance, 2015, Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructurings in Emerging Markets, https://www.iif.com/topics/principles-stable-capital-flows-and-fair-debt-restructuring [5.6.2015]

IWF – Internationaler Währungsfonds, 2014a, Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring, Staff Report, http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4911 [10.3.2015]

IWF, 2014b, IMF Executive Board Discusses Strengthening the Contractual Framework in Sovereign Debt Restructuring, Press Release No. 14/459, http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2014/pr14459.htm [29.7.2015]

IWF, 2015, WEO-Database, April, http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx [6.7.2015]

Kaminsky, Graciela / Mati, Amine / Choueiri, Nada, 2009, Thirty Years of Currency Crises in Argentina: External Shocks or Domestic Fragility?, NBER Working Paper, Nr. 15478, http://www.nber.org/papers/w15478.pdf [10.3.2015]

Kodek, Georg E., 2012a, Collective Action Clauses und andere Detailfragen, in: Kodek, Georg E. / Reinisch, August (Hrsg.), Staateninsolvenz, Wien, S. 305–320

Kodek, Georg E., 2012b, Nationale Regelungen der Insolvenz von Gebietskörperschaften – ein Modell für die Regelung der Staateninsolvenz?, in: Kodek, Georg E. / Reinisch, August (Hrsg.), Staateninsolvenz, Wien, S. 145–162

Krueger, Anne O., 2002, A New Approach To Sovereign Debt Restructuring, IMF, Washington D. C.

Malcher, Ingo, 2014, Unter Geiern, in: Internationale Politik, 69. Jg., Nr. 5, S. 78–87

Matthes, Jürgen, 2012, Staatsbankrotte und Umschuldungen: Missverständnisse und Fehleinschätzungen prägen das Bild, IW policy paper, Nr. 3/2012, Köln

Matthes, Jürgen, 2015, Fünf Jahre Euro-Rettungsschirm: Eine Bilanz, IW policy paper, Nr. 13/2015, Köln

Matthes, Jürgen / Busch, Berthold, 2012, Governance-Reformen im Euroraum. Eine Regelunion gegen Politikversagen, IW-Positionen, Nr. 55, Köln

Matthes, Jürgen / Schuster, Thomas, 2015, Wie soll die Europäische Währungsunion mit reformunwilligen Staaten umgehen?, IW policy paper, Nr. 3/2015, Köln

Mitchener, Kris J. / Weidenmier, Marc D., 2009, Supersanctions and sovereign debt repayment, National Bureau of Economic Research, Working Paper, Nr. 11472, http://www.nber.org/papers/w11472 [6.7.2015]

Mody, Ashoka, 2013, Sovereign Debt and its Restructuring Framework in the Euro Area, Bruegel Working Paper, Nr. 5, Brüssel

Mody, Ashoka, 2014a, Are the Eurozone's fiscal rules dying? – if so: good riddance, http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1468-are-the-eurozones-fiscal-rules-dying/ [9.3.2015]

Mody, Ashoka, 2014b, Kohls Erbe ist des Euros Last, in: Handelsblatt, Nr. 245, 19.12.2014, S. 72

Nunner-Krautgasser, Bettina, 2013, Insolvenzverfahren für Staaten – mögliche Antworten aus der Krise, Wien

NZZ – Neue Zürcher Zeitung, 2014, Argentinien unter Verhandlungsdruck, Nr. 145, 26.6.2014, S. 43

Panizza, Ugo, 2013, Do We Need a Mechanism for Solving Sovereign Debt Crises? A Rule-Based Discussion, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper, Nr. 3, Genf

Panizza, Ugo / Sturzenegger, Federico / Zettelmeyer, Jeromin, 2009, The Economics and Law of Sovereign Debt and Default, in: Journal of Economic Literature, 47. Jg., Nr. 3, S. 651–698

Pâris, Pierre / Wyplosz, Charles, 2014, PADRE. Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva Reports on the World Economy, Special Report, Nr. 3, http://www.voxeu.org/content/padre-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone [6.7.2015]

Pariser Club, 2015a, Argentina Debt Treatment, http://www.clubdeparis.org/sections/traitements/argentine-19560516 [10.7.2015]

Pariser Club, 2015b, Chiffres clés, http://www.clubdeparis.org/sections/donnees-chiffrees/chiffres-cles [1.6.2015]

Paulus, Christoph G., 2009, Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten, in: Recht der internationalen Wirtschaft, Nr. 3, S. 11–17

Paulus, Christoph G., 2013a, Jüngste Entwicklungen im Resolvenzrecht, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Nr. 11, S. 489–496

Paulus, Christoph G., 2013b, Wie könnte ein geordnetes Staatenresolvenzverfahren aussehen?, in: Möllers, Thomas M. J. / Zeitler, Franz-Christoph (Hrsg.), Tübingen, S. 201–225

Raffer, Kunibert, 2010, Debt management for development: protection of the poor and the millennium development goals, Cheltenham

Reinhart, Carmen M. / Rogoff, Kenneth S., 2010, Dieses Mal ist alles anders, München

Reinhart, Carmen M. / Trebesch, Christoph, 2014, A Distant Mirror of Debt, Default, and Relief, Munich Discussion Paper, Nr. 49, München

Rempp, Ansgar, 2014, Gläubigerschutz-Verfahren für Detroit hat Parallelen zur Konzernsanierung, Interview, in: Börsen-Zeitung, Nr. 240, 13.12.2014, S. 9

Roubini, Nouriel, 2002, Do We Need a New Bankruptcy Regime?, in: Brookings Papers on Economic Activity, Nr. 1, S. 321–333

Roubini, Nouriel / Setser, Brad, 2004, The Reform of the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems, Proposed Solutions and the Argentine Episode, in: Journal of Restructuring Finance, 1. Jg., Nr. 1, S. 1–12

Schuldverschreibungsgesetz, 2009, Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen, http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/schvg/gesamt.pdf [9.6.2015]

Schumacher, Julian / Trebesch, Christoph / Enderlein, Henrik, 2014, Sovereign Defaults in Court, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997 [10.3.2015]

Seitz, Georg, 2014, Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) in Staatsanleihen des europäischen Währungsraumes, Inaugural-Dissertation der Ludwig-Maximilians-Universität, München

Smith, Adam, 1999 [1789], Der Wohlstand der Nationen, München

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2011, Jahresgutachten 2011/2012, Unterrichtung durch die Bundesregierung, Deutscher Bundestag, Drucksache 17/7710, 11.11.2011, Berlin

SVR, 2012, Jahresgutachten 2012/2013, Unterrichtung durch die Bundesregierung, Deutscher Bundestag, Drucksache 17/11440, 12.11.12, Berlin

SVR, 2013, Jahresgutachten 2013/2014, Unterrichtung durch die Bundesregierung, Deutscher Bundestag, Drucksache 18/94, 15.10.2013, Berlin

SVR, 2015, Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum, Sondergutachten, Juli 2015, Wiesbaden

The Economist, 2014, Argentina's debt saga. No movement, 2.8.2014, http://www.economist.com/news/americas/21610296-argentina-has-defaulted-again-deal-its-creditors-not-out-question-no [10.3.2015]

Tietje, Christian, 2014, Argentinien vor der Zahlungsunfähigkeit: Gibt es einen Ausweg, und welche Lehre ist aus dem Schuldenstreit zu ziehen?, in: ifo Schnelldienst, 67. Jg., Nr. 19, S. 3–7

Trebesch, Christoph, 2009, The Cost of Aggressive Sovereign Debt Policies: How Much is the Private Sector Affected?, IMF Working Paper, Nr. 29, Washington D. C.

UN – United Nations, 2014, 107th plenary meeting, http://www.un.org/en/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/68/PV.107 [6.7.2015]

Weder di Mauro, Beatrice / Zettelmeyer, Jeromin, 2010, European debt restructuring mechanism as a tool for crisis prevention, http://www.voxeu.org/article/european-debt-restructuring-mechanism-tool-crisis-prevention [10.3.2015]

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft (BMWi), 2010, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten, Berlin

Zettelmeyer, Jeromin / Trebesch, Christoph / Gulati, G. Mitu, 2013, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, CESifo Working Paper, Nr. 4333, München

Kurzdarstellung

Der Fall Griechenland macht deutlich, dass im reformierten EWU-Regelwerk eine Lücke klafft, da es kein geordnetes und verlässliches Staatsinsolvenzverfahren gibt. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts in einer Währungsunion tendenziell höher als bei Einzelstaaten, die ihre Staatsschulden mit eigener Geldpolitik monetisieren können. Zudem sind die Staatsschulden in den Industrieländern und vielen Ländern des Euroraums stark gestiegen und die Finanzmärkte zwischen den Euroländern stark vernetzt. Die vorliegende Analyse spricht sich daher für die Schaffung eines Staatsinsolvenzverfahrens aus. Dazu werden zunächst Vor- und Nachteile abgewogen und wichtige bestehende Vorschläge kurz und systematisch dargestellt. Daraufhin werden auf dieser Basis Anforderungen an ein Staatsinsolvenzverfahren abgeleitet und konkrete Vorschläge für dessen Gestaltung gemacht. Dabei werden die ersten Schritte mit einbezogen, die mit der Schaffung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) gemacht wurden.

Abstract

The case of Greece makes clear that the lack of orderly and reliable bankruptcy proceedings for sovereign states has left a gaping hole in the reformed rules for European Monetary Union (EMU). This is despite the fact that national bankruptcy is more likely in a monetary union than among individual states, which can monetize their national debt with a monetary policy of their own. Moreover, in many Eurozone member states and other industrialized countries sovereign debt has increased steeply and there is a close network of links between the euro countries' financial markets. The present analysis therefore argues for the creation of a sovereign state insolvency procedure. After weighing up the advantages and disadvantages of such a step, the authors give a systematic overview of major existing proposals. From this they derive the requirements for sovereign state insolvency proceedings and put forward concrete suggestions for the design. These incorporate the European Stability Mechanism (ESM), whose creation represented the first steps in this direction.

Die Autoren

Dr. rer. pol. **Berthold Busch**, geboren 1957 in Marburg an der Lahn; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion in Marburg; seit 1984 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, von 1999 bis 2014 Leiter der IW-Verbindungsstelle Brüssel, Senior Economist im Kompetenzfeld „Internationale Wirtschaftsordnung und Konjunktur".

Diplom-Volkswirt **Jürgen Matthes**, geboren 1967 in Dortmund; Studium der Volkswirtschaftslehre in Dortmund und Dublin (Irland); seit 1995 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Senior Economist und Leiter des Kompetenzfelds „Internationale Wirtschaftsordnung und Konjunktur".