

Ein Staatsinsolvenzverfahren für den Euroraum

Autoren:

Berthold Busch / Jürgen Matthes

Telefon: 0221 4987-762/754

busch@iwkoeln.de / matthes@iwkoeln.de

Inhalt

Zusammenfassung	3
1. Einleitung.....	4
2. Zur Notwendigkeit eines Staatsinsolvenzverfahrens	4
3. Anforderungen und Vorschläge für ein Staatsinsolvenzverfahren	7
4. Ansatzpunkte im Rahmen des ESM	7
5. IW-Empfehlungen für ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum	8
Literatur	12
Anhang: Bestehende Vorschläge für Staatsinsolvenzverfahren	14

Zusammenfassung

In der Folge der Euro-Schuldenkrise sind vielfältige Reformen im institutionellen Regelwerk der Europäischen Währungsunion erfolgt. Doch nicht zuletzt der Fall Griechenland hat deutlich gemacht, dass im reformierten EWU-Regelwerk noch eine wesentliche Lücke klafft. Diese Studie spricht sich daher, nach eingehender Abwägung von Vor- und Nachteilen, für die Schaffung eines Staatsinsolvenzverfahrens für Euroländer aus. Eine Schuldenrestrukturierung darf aber nur die Ultima Ratio sein.

Um die No-Bailout-Klausel des EU-Vertrags und die Disziplinierungsfunktion der Finanzmärkte zu stärken, muss ein Staatsinsolvenzverfahren glaubwürdig durchgeführt werden können. Dabei sind Ansteckungseffekte auf andere Euroländer zu begrenzen und vor allem Banken im Euroraum weniger verletzbar gegenüber Staatsbankrotten zu machen. Dazu sollten Anforderungen an die Eigenkapitalbasis der Banken weiter erhöht und die Bevorzugung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung abgeschafft werden. Zudem muss ein Staatsinsolvenzverfahren möglichst effektiv, schnell, fair und rechtssicher sein, darf aber keine Einladung zu einer zu leichten Entschuldungsmöglichkeit sein. Um diese Anforderungen möglichst gut zu erreichen, unterbreiten die Autoren (unter Rückgriff, Kombination und Abwandlung bestehender Vorschläge) einen konkreten Vorschlag für ein Staatsinsolvenzverfahren.

Die zentralen Empfehlungen lauten unter anderem, dass ein Staatsinsolvenzverfahren bei drohender Insolvenzverschleppung auch durch den ESM mit sehr hoher Mehrheitserfordernis ausgelöst werden können sollte. Zudem 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, stattdessen ist die bisherige Praxis einer Schuldentragfähigkeitsanalyse zu verbessern. Für Umschuldungsverhandlungen wird ein mehrstufiges Verfahren vorgesehen, das zunächst Raum für eine Marktlösung lässt. Im weiteren Verlauf sollte aber ein zu schaffendes juristisches Gremium moderierend eingreifen, einen verpflichtenden Verhandlungsrahmen vorgeben und als Ultima Ratio auch einen bindenden Schiedsspruch abgeben können. Die Änderung neu eingeführter Umschuldungsklauseln im Euroraum sollte neben weiteren Maßnahmen dazu dienen, die sogenannte Holdout-Problematik weiter zu begrenzen. Darüber hinaus sind anreizkompatible und vertretbare Vorkehrungen gegen die negativen ökonomischen Folgewirkungen eines Staatsbankrotts im betroffenen Land zu treffen. Dazu ist ein befristetes Schuldendienstmoratorium ebenso nötig wie befristete und konditionierte Überbrückungskredite und gegebenenfalls Wiedereinstiegshilfen des ESM. Diese Hilfsmaßnahmen sind 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. Ein solches Staatsinsolvenzverfahren kann vor allem wegen hoher Staatsschulden erst nach einer Übergangsfrist eingeführt werden, sollte aber schon zeitnah beschlossen werden.

1. Einleitung¹

Die Europäische Union (EU), die Eurozone und ihre Mitgliedstaaten haben vielfältige Anstrengungen unternommen, um die Folgen für die von der Euro-Schuldenkrise am meisten betroffenen Staaten abzumildern. Vor allem durch den neu gegründeten Euro-Rettungsschirm wurden umfangreiche finanzielle Hilfs- und Reformmaßnahmen ergriffen (Matthes, 2015) und es wurde eine Bankenunion gegründet. Zusätzlich haben die EU-Staaten eine Reihe von Reformen initiiert, um das Regelwerk für die Währungsunion mit Blick auf fiskalische und makroökonomische Stabilität zu verbessern und zu ergänzen (Matthes/Busch, 2012). Doch nicht zuletzt der Fall Griechenland hat deutlich gemacht, dass im reformierten EWU-Regelwerk noch eine Lücke klafft, da es kein Staatsinsolvenzverfahren für Euroländer gibt.

Dabei ist die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts² in einer Währungsunion tendenziell höher als bei Einzelstaaten, die ihre Staatsschulden mit einer eigenen Geldpolitik monetisieren können. 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 vergangenen 20 Jahren.

Daher spricht sich die vorliegende Studie aus diesen und den im nächsten Kapitel erläuterten Gründen für die Schaffung eines geordneten und verlässlichen Staatsinsolvenzverfahrens aus.

2. Zur Notwendigkeit eines Staatsinsolvenzverfahrens

Diese Entscheidung wird fundiert durch eine ausführliche Abwägung der Vor- und Nachteile eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens.

Die Vorteile sind in Übersicht 1 zusammengefasst: Ohne ein Staatsinsolvenzverfahren 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 wirtschaftlichen Anfang und führt bei Erfolg der Klagen zu fragwürdigen Umverteilungseffekten zwischen den Gläubigern. Auf den ersten Blick scheinen Staatsinsolvenzverfahren in der Praxis besser zu funktionieren als gedacht.

¹ Dieses IW policy paper ist eine Kurzversion einer längeren Studie, in der fundierter für ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum argumentiert wird (Busch/Matthes, 2015).

² Unter dem Begriff Staatsbankrott wird hier die Situation verstanden, dass ein Land, unbeschadet seiner Motive, Zins- und Tilgungszahlungen auf seine Staatschuld vollständig oder teilweise nicht mehr leistet. Das kann wie im Fall Argentiniens 2002 eine bewusste Entscheidung sein, aber auch eine unfreiwillige Folge davon, dass ein Staat den Zugang zum Kapitalmarkt zu dauerhaft tragfähigen Konditionen verliert und es deshalb zu einem Zahlungsausfall („default“) kommt.

So sind im vergangenen Jahrzehnt mit der wichtigen Ausnahme Argentiniens bei einigen anderen Schwellenländern relativ reibungsarme Ad-hoc-Verfahren nach US-Recht gefunden worden (Bi et al., 2011). Auch könnte auf Griechenlands Umschuldung verwiesen werden.³ Doch erscheint die Übertragbarkeit dieser Beispiele fraglich und das Risiko der Rückwirkungen eines Scheiterns oder starker Verzögerungen in dem stark verflochtenen Euroraum zu groß.

Übersicht 1: Argumente für ein Staatsinsolvenzverfahren

<p>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.</p>
<p>Gefahr von Wirtschaftskrisen: Ein ungeordneter Staatsbankrott hat gravierende negative ökonomische Folgewirkungen für das betreffende Land. Eine Insolvenzordnung kann abfedernd wirken.</p>
<p>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.</p>
<p>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.</p>
<p>Ad-hoc-Verfahren mit Schwächen: Ad-hoc-Verfahren, wie bei Entwicklungs- und Schwellenländern mit passablen Erfahrungen erprobt (und bei Griechenland ebenfalls angewendet), haben Schwächen und sind für die Bedingungen des Euroraums wenig geeignet.</p>
<p>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.</p>
<p>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.</p>

Quelle: IW-Zusammenstellung auf Basis einer Auswertung relevanter Quellen. Für eine vollständige Literaturliste vgl. Busch/Mathes, 2015

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 droht, wenn ohne ein verlässliches Insolvenzverfahren ein Ausstieg aus einem ESM-Hilfsprogramm kaum möglich erscheint.

³ Auch der Hinweis auf die Umschuldung in Griechenland im März 2012 greift zu kurz. Denn dies war eine Ad-hoc-Lösung, die stark auf Griechenland zugeschnitten und nicht ohne weiteres wiederholbar ist. Zudem war deren Flankierung durch den Rettungsschirm sehr teuer und hat die griechischen Schulden beim Rettungsschirm deutlich erhöht.

Allerdings sind auch die Nachteile und Risiken eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens durchaus relevant (Übersicht 2): Es führt zu einer problematischen Umverteilung zulasten der Gläubiger. Darüber hinaus könnten Fehlanreize für die Fiskalpolitik entstehen, wenn die negativen Folgen eines Staatsbankrotts zu stark abgemildert und die damit verbundenen Entschuldungsmöglichkeiten missbräuchlich genutzt würden. 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. Auch droht die Schwierigkeit, dass ein bankrotter Staat nach der Umschuldung nur schwer und nur zu hohen Risikoprämien an den Finanzmarkt zurückkehren kann. Schließlich ist auch die Gefahr von Ansteckungseffekten auf andere Euroländer einzukalkulieren.

Übersicht 2: Argumente gegen ein Staatsinsolvenzverfahren

<p>Rechtsbruch und Umverteilungswirkung: Eine Schuldenrestrukturierung hat de facto den Charakter eines Vertragsbruchs und hat erhebliche Umverteilungswirkungen zulasten der Gläubiger von Staatsschulden.</p>
<p>Fehlanreize zu strategischer Entschuldung und übermäßiger Verschuldung: Wenn Staaten damit rechnen können, sich in einem geordneten und finanziell abgedeckten Insolvenzverfahren zu entschulden, könnten sie sich höher verschulden und das Insolvenzverfahren als strategisches Instrument zur Teilentschuldung nutzen.</p>
<p>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.</p>
<p>Stigmatisierungswirkung 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.</p>
<p>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.</p>

Quelle: IW-Zusammenstellung auf Basis einer Auswertung relevanter Quellen. Für eine vollständige Literaturliste vgl. Busch/Matthes, 2015

Insgesamt vertreten die Autoren die Meinung, dass sich diese Risiken durch angemessene Gegenmaßnahmen so weit bekämpfen lassen, dass die Vorteile eines geordneten und verlässlichen Staatsinsolvenzverfahrens die verbleibenden potenziellen Nachteile deutlich überwiegen.

3. Anforderungen und Vorschläge für ein Staatsinsolvenzverfahren

Auf Basis der bisherigen Ausführungen 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. Übersicht 3 fasst diese Anforderungen (auf der rechten Seite) zusammen.

Als weitere Grundlage für die zu gebenden Empfehlungen werden mehrere bereits existierende Vorschläge für Staatsinsolvenzverfahren vorgestellt (siehe Anhang). Die Vorschläge lassen sich nach verschiedenen Charakteristika unterscheiden, etwa ob sie einen Regelmechanismus mit Schwellenwerten als Auslöser für ein Insolvenzverfahren vorsehen, ob Verhandlungen im Rahmen eines gerichtlichen Verfahrens stattfinden sollen, 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.

4. 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):

- Im Rahmen des ESM ist auf Antrag eines Mitgliedstaates in ökonomischen Schwierigkeiten eine – grundsätzlich sinnvolle – Schuldentragfähigkeitsanalyse durch EU-Kommission, EZB und in der Regel IWF zu erstellen. Doch die ESM-Regelungen zu den Folgen der Schuldentragfähigkeitsanalyse und zur Einleitung eines Insolvenzverfahrens mit Umschuldung sind zu vage (Matthes, 2015). Vor allem ist nicht hinreichend sichergestellt, dass nur solvente Staaten ESM-Hilfen erhalten.
- Der ESM kann (zusammen mit der EZB) bei dem 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 an den Finanzmarkt zu erleichtern.
- Als einziges substanzielles Element einer Staatsinsolvenzordnung sieht der ESM-Vertrag (SVR, 2013, Tz. 274) vor, dass ab 2013 alle neuen Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebiets mit einer Laufzeit von mehr als einem

Jahr sogenannte Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CAC)⁴ enthalten müssen. Bei emissionsübergreifenden Abstimmungen über wesentliche Änderungen auf Gläubigerversammlungen besteht neben der Zustimmungsquote von 75 Prozent des ausstehenden Nennwerts aller vertretenen Schuldverschreibungen zudem eine notwendige Zustimmungsquote des vertretenen ausstehenden Nennwerts für die einzelnen Emissionen in Höhe von jeweils $66 \frac{2}{3}$ Prozent (Deutsche Bundesbank, 2013, 44). Wenn sich Umschuldungsklauseln aber (auch) auf einzelne Anleiheemissionen beziehen, kann sich ein erneutes Einfallstor für Holdout-Strategien ergeben. 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. Zudem bieten Umschuldungsklauseln auch generell keinen vollständigen Schutz vor Klagen und Zwangsvollstreckungen (Benninghofen, 2014, 157).

5. IW-Empfehlungen für ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum

Ohne eine Ergänzung der Regelungen der Eurozone für den Umgang mit überschuldeten, insolventen Mitgliedstaaten bliebe das Regelwerk unvollständig (vgl. Kapitel 2). Es gilt vor allem, der No-Bailout-Klausel wieder Geltung zu verschaffen. Daher muss ein Staatsbankrott im Euroraum – als Ultima Ratio – möglich sowie ein Staatsinsolvenzverfahren glaubwürdig und funktionsfähig sein, ohne jedoch eine Einladung zu einer zu leichten Entschuldungsmöglichkeit zu bieten. Um diese und weitere Anforderungen unter Berücksichtigung bestehender Zielkonflikte möglichst gut zu erreichen, unterbreiten die Autoren im Folgenden einen konkreten Vorschlag für ein Staatsinsolvenzverfahren (Übersicht 3).⁵

⁴ Umschuldungsklauseln sind ein vertraglich vereinbartes Instrument gegen Holdout-Probleme. Sie sehen vor, dass bei einer wesentlichen Änderung der Emissionsbedingungen (besonders eine Verringerung der Zinsen, der Hauptforderung und eine Änderung der Fälligkeit) eine festzulegende qualifizierte Gläubigermehrheit die übrigen Gläubiger binden und ihnen damit die Veto- und idealerweise auch die Möglichkeit auf erfolgreiche Klagen nehmen kann.

⁵ Dabei greifen sie auf Elemente einiger im Anhang beschriebener Vorschläge zurück, wandeln diese teilweise ab, ergänzen sie und kombinieren die Elemente zu einem eigenständigen Vorschlag.

Übersicht 3: Empfehlungen für ein geordnetes Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum im Überblick

Kategorie	Maßnahme trägt bei zur Erfüllung der Anforderung
Einleitung des Insolvenzverfahrens	Einleitung in der Regel durch Regierung des Landes , dem die Zahlungsunfähigkeit droht	→	Vermeidung einer Insolvenzverschleppung , aber auch einer zu frühzeitigen Auslösung eines Staatsinsolvenzverfahrens
	Zusätzliche Einleitungsmöglichkeit ggf. durch ESM-Gouverneursrat als Ultima Ratio	→	
	Keine Regelbindung in Form von Schwellenwerten für Staatsschuldenquoten als Auslöser	→	Minderung der Gefahr eines Rush to the Exit
	Verbesserte Schuldentragfähigkeitsanalyse im ESM-Rahmen (als Expertenvotum unter Beteiligung von EZB und IWF) mit klarerer Vorgabe für Auslösung eines Insolvenzverfahrens bei nicht tragfähigen Staatsschulden	→	Unterscheidung zwischen Insolvenz und Illiquidität – Insolvenzverfahren verpflichtend bei Insolvenz
	Alternative automatische Einleitungsmöglichkeit: Insolvenzverfahren nach erfolglosem dreijährigem ESM-Programm	→	
Absichernde F flankierung des Insolvenzverfahrens	Abschirmung anderer (solventer) Euroländer durch ESM und EZB und (später) durch Bankenunion im Euroraum	→	Minderung möglicher Ansteckungseffekte auf Staatsanleihen und Banken anderer Euroländer
	Minderung der Staatsbankrottfolgen bei Banken (und Versicherungen) durch Sicherstellung ausreichender Kapitalisierung, risikoadäquate Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen und Einführung von Obergrenzen für Staatsanleihen in Anlageportfolios	→	Glaubwürdige Insolvenzandrohung , um No-Bailout-Klausel Geltung zu verschaffen, Disziplinierungsfunktion der Finanzmärkte zu stärken und Transferunion zu verhindern
Effektive rechts sichere Verfahrensordnung und Vorkehrungen gegen Holdout-Strategien	Obligatorischer abgestufter institutionalisierter Verhandlungsrahmen mit zunehmender Begleitung der Verhandlungen durch ein moderierendes juristisches Gremium (beim EuGH angesiedelt), das als Ultima Ratio bindende Umschuldungsbedingungen festsetzen kann	→	Effektivität und Schnelligkeit des Insolvenzverfahrens (auch durch Anreize zur Kooperation für Schuldnerland)
	Best-Practice-Ansätze und obligatorischer Wohlverhaltenskodex für Schuldnerland	→	Erzielung eines fairen Interessenausgleichs zwischen Gläubigern und Schuldnern und innerhalb der Gläubigergemeinschaft und Schutz öffentlicher Gläubiger
	Änderung der Umschuldungsklauseln von Staatsanleihen – Abschaffung der Einzelemissionsquote bei aggregierter Abstimmung	→	Vermeidung eines Vertragsbruchs
	Befristetes Moratorium und Immunität für Klagen/Vollstreckungen	→	Schaffung von Rechtssicherheit für einen wirtschaftlichen Neuanfang des Schuldnerlandes
	Änderung von Staatsanleihebedingungen zur Schaffung dieser Verfahrensmechanismen	→	Eindämmung von Holdout-Strategien
Abfederung der Staatsinsolvenz bei Begrenzung finanzieller Risiken und Fehlanreize	Befristetes Moratorium für Schuldendienst mit Verfahrensbeginn (Moratorium für Tilgungszahlungen auch während ESM-Programm)	→	Gewährleistung grundlegender Staatsfunktionen
	Konditionierte befristete Überbrückungskredite des ESM während Umschuldung	→	Minderung der ökonomischen und finanziellen Folgewirkungen einer Staatsinsolvenz
	Ggf. konditionierte befristete Wiedereinstiegshilfen des ESM (etwa in Form eines vorsorglichen Kredits und von Primärmarktinterventionen)	→	Gewährleistung einer zügigen Rückkehr an den Finanzmarkt zu vertretbaren Finanzierungskonditionen
	Senioritätsstatus des ESM und enge zeitliche Befristung der Finanzhilfen und Moratorien	→	Begrenzung der finanziellen Risiken für Hilfsgeber
	ESM-Reformprogramm (und partieller Souveränitätsverlust) bei Überbrückungskrediten und Wiedereinstiegshilfen (zusätzlich Wohlverhaltensanforderung bei Verhandlungen sowie starke Überwachung auch nach Rückkehr bis Krediterückzahlung)	→	Vermeidung fiskalpolitischer Fehlanreize durch zu leichte Entschuldungsmöglichkeit

Gestrichelter Pfeil: eingeschränkter Beitrag
 Quelle: Eigene Darstellung

Die zentralen Empfehlungen lauten:⁶

- 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 sogenannten „Rush to Exit“ der Anleger verstärken würde. Stattdessen sollte die Praxis des ESM beibehalten werden, dass die Institutionen EU-Kommission, EZB und IWF über die Solvenz eines Staates mit einer Schuldentragfähigkeitsanalyse entscheiden. Dabei sind im ESM-Vertrag klarere Vorgaben für die Auslösung eines Insolvenzverfahrens bei mangelnder Solvenz vorzusehen.
- 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 deren Eigenkapitalbasis 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 marktbasierende Verhandlungslösung, sieht danach aber einen institutionalisierten und transparenten Verhandlungsrahmen vor, der dem Schuldnerland starke Anreize für ein konstruktives Verhalten setzt. Zudem erhält ein 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. Die Autoren schlagen vor, als moderierendes juristisches Gremium eine neue Kammer am EuGH zu schaffen.⁷

⁶ Eine Erläuterung und Abwägung der Argumente für diese Empfehlungen findet sich in Busch/Matthes (2015).

⁷ Sie greifen damit einen Vorschlag von Gianviti et al. (2010) auf. Mit der Bindungswirkung als Ultima Ratio soll gewährleistet werden, 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 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 ausstehenden Staatsanleihe für die Umschuldung ausreicht, also dass dazu nicht wie bislang vorgesehen 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.⁸
- 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 Fehlansätze für die Fiskalpolitik durch eine zu stark abgedeckte Entschuldungsmöglichkeit entstehen. Dazu dient vor allem, dass die Finanzhilfen mit einem obligatorischen Reformprogramm verbunden sind, das wegen des damit verbundenen partiellen Souveränitätsverlusts erfahrungsgemäß stark abschreckend wirkt. Zudem sind die Überbrückungshilfen eng befristet, sie 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.⁹ Gleichwohl muss zeitnah und verlässlich entschieden werden, dass mittelfristig ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum eingeführt wird.

⁸ 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. 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 vom IWF angeregt wird.

⁹ Änderungen der Staatsanleihebedingungen sind nötig für veränderte Umschuldungsklauseln, 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.

Literatur

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]

Buchheit, Lee C. / **Gelpern**, Anne, / **Gulati**, G. Mitu et al., 2013, Revisiting Sovereign Bankruptcy, Committee on International Economic Policy and Reform http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2205704 [9.3.2015]

Busch, Berthold / **Matthes**, Jürgen, 2015, Regeln für Staatsinsolvenzen im Euro-raum, IW-Analysen, Nr. 104, Köln, erscheint in Kürze

Deutsche Bundesbank, 2013, Monatsbericht Februar, Frankfurt am Main

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

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

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

Gianvity, Francois / **Krueger**, Anne O. / **Pisany-Ferry**, Jean / **Sapir**, André / **Hagen**, Jürgen von, 2010, A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal, Bruegel Blueprint 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, aktualisiert am 17.5.2010

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

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

Matthes, Jürgen, / **Busch**, Berthold / 2011, Governance-Reformen im Euroraum, IW-Positionen, Nr. 55, Köln

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

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

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

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 3, Pariser Club, http://www.agaportal.de/pages/aga/grundzuege/internationales/pariser_club.html [9.3.2015]; <http://www.clubdeparis.org/sections/donnees-chiffrees/chiffres-cles> [9.3.2015]

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

Paulus, Christoph, G., 2013b, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren 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

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2011, Jahresgutachten 2011/2012, Deutscher Bundestag, Drucksache 17/7710

SVR, 2013, Jahresgutachten 2013/2014, Deutscher Bundestag, Drucksache 18/94

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

Anhang: Bestehende Vorschläge für Staatsinsolvenzverfahren

Übersicht: Bestehende Vorschläge für Staatsinsolvenzverfahren

Auswahl

Vorschlag	Auslöser	Art des Verfahrens	Anpassungsprogramm	Finanzhilfen	Schutz von Staatsfunktionen
... mit schiedsgerichtlichem oder statutarischem Verfahren					
Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) Krueger, 2002 (IWF)	Antrag des Schuldnerlandes	IWF als schiedsgerichtliche Instanz	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		

Wird fortgesetzt

Fortsetzung der Übersicht

Vorschlag	Auslöser	Art des Verfahrens	Anpassungsprogramm	Finanzhilfen	Schutz von Staatsfunktionen
... mit automatischen Auslösungsmechanismus					
Staatsinsolvenzverfahren der EEAG EEAG, 2011		Regelmechanismus mit Verhandlungen	Als Ergebnis von Verhandlungen oder einseitiger Restrukturierungsplan	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			Laufzeitverlängerungen möglich

Wird fortgesetzt

Fortsetzung der Übersicht

Vorschlag	Auslöser	Art des Verfahrens	Anpassungsprogramm	Finanzhilfen	Schutz von Staatsfunktionen
... ohne automatischen Auslösungsmechanismus					
Europäischer Währungsfonds (EWF) Gros/Mayer 2010; 2011 (CEPS)		Schutzschirm übernimmt Staatsanleihen zum Nennwert mit folgendem Schuldentausch	ÉWF reduziert Nominalwert der Forderungen gegen Anpassungsprogramm		
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) Gianviti et al., 2010 (Bruegel)	Antrag des Schuldnerlandes	Juristisches Gremium als Moderator (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			

Quelle: Eigene Zusammenstellung