Analysen & Argumente

Konrad Adenauer Stiftung

REFLEXIONEN UEBER DIE ZUKUNFT EUROPAS

MAI 2017
AUSGABE 243



Die Zukunft der Wirtschafts- und Währungsunion (I) – Eine staatliche Insolvenzordnung für den Euroraum

Bodo Herzog

Zum Mitnehmen

- Die Europäische Währungs- und Wirtschaftsunion (EWWU) bedarf einer weiteren Stabilisierung, da die institutionellen Regelungen langfristig keine hinreichende Bindekraft auf die Mitgliedsländer entfalten.
- Die Herausforderung ist die Rückgewinnung der verlorengegangenen Glaubwürdigkeit in das Regelwerk im Zuge der europäischen Staatsverschuldungskrise seit dem Jahr 2010.
- Um die Währungsunion zu erhalten, muss einerseits im Primärrecht das „No-Bailout" in Art. 125 AEUV glaubwürdig angewandt werden können und andererseits die Regelungen im Sekundärecht, u.a. der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der Fiskalpakt oder das europäische Semester, unabhängiger und schneller rechtsverbindlich vollzogen werden.
- Der hier vorgeschlagene und klug in den europäischen Rahmen eingepasste „staatliche Insolvenzmechanismus", verbunden mit einer im Ultima Ratio rechtsverbindlichen „Austrittsklausel" wäre ein Lösungsansatz.
- Ein Scheitern der EWWU ist abwendbar, aber der fehlende Reformwille könnte dem Zerfall der Währungsunion Vorschub leisten.

INHALT

3 | 1. Ausgangspunkt

5 | 2. Vorabüberlegungen für eine StlInsO im Euroraum

9 | 3. Ausgestaltung des Umschuldungsmechanismus

11 | 4. Ausblick und Gefahren einer Insolvenzordnung

1. Ausgangspunkt

Für die dauerhafte Stabilität der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) ist die Glaubwürdigkeit und Durchsetzung des institutionellen Regelwerks erforderlich. Von Bedeutung sind insbesondere die No-Bailout-Regelung (Art. 125 AEUV), das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung (Art. 123 AEUV) und im Sekundärrecht der Stabilitäts- und Wachstumspakt, Six- & Two-Pack, Europäisches Semester und der Fiskalvertrag. Aber nicht nur das ist wichtig, sondern auch das Handeln und Haften in einer Hand liegen, wie im Modell der „Sozialen Marktwirtschaft" beschrieben. Dafür sind **zwei Wege** denkbar. Entweder übertragen die Staaten sowohl die Entscheidungsmacht als auch die Haftung auf die europäische Ebene, zum Beispiel in Form einer **europäischen Fiskalunion** (Enderlein et al. 2016).[1] Oder man geht weiterhin den **regelbasierten Weg** in dem die Staaten ihre Haushaltsentscheidungen für sich treffen, aber auch für die Folgen einstehen müssen (Sinn 2016, Herzog 2016a).

Der regelbasierte Weg (Maastricht-Philosophie) ist Ausgangspunkt und zugleich Grundlage in den europäischen Verträgen. Durch die Ergänzung des institutionellen Regelwerks mit einer staatlichen Insolvenzordnung (StlInsO) könnte die Nicht-Beistandsklausel (Art. 125 AEUV) «erstmals» die notwendige Glaubwürdigkeit erlangen und der regelbasierte Weg gefestigt werden. Eine effektive Insolvenzordnung für den Euroraum bedarf aber zahlreicher Voraussetzungen. Zudem besteht die Schwierigkeit, dass im Unterschied zur Unternehmensinsolvenz, dass Staatsvermögen nicht ausnahmslos an die Gläubiger übergehen kann. Selbst im Fall der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit eines Staats muss die rechtsstaatliche Ordnung, z.B. Daseinsvorsorge und Sicherheit, aufrechterhalten werden. Dieser Tatsache geschuldet ist der Begriff einer „staatlichen Insolvenzordnung" eigentlich unpassend. Besser sollte man sich unter der gängigen Begrifflichkeit einen **„staatlichen Umschuldungsmechanismus"** vorstellen (Herzog 2016b).

Eine staatliche Insolvenzordnung könnte die Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel stärken.

In den folgenden Unterabschnitten werden die zwei wichtigsten Voraussetzungen für die Einführung einer Insolvenzordnung im Euroraum dargelegt.

1.1 Abbau des Nexus zwischen Banken und Staaten

Die erste unabdingbare Voraussetzung für die Einführung einer staatlichen Insolvenzordnung ist die **Aufhebung der regulatorischen Privilegierung** von Forderungen gegenüber Staaten. Nur dies kann eine direkte Übertragung von Risiken im Bankensystem auf den Staat und vice versa abmildern. Die regulatorische Entprivilegierung hat drei Ziele:

- **Reduzierung von Klumpenrisiken** in den Bankbilanzen um zu verhindern, dass die Insolvenz eines einzelnen Mitgliedstaates die Insolvenz einer Bank nach sich zieht;
- **Erhöhung der Verlustabsorptionsfähigkeit** von Finanzinstituten, sodass Verluste aus Staatsinsolvenzen besser verkraftet werden könnten;
- **Abbau der Preis- und Volumenverzerrung** mit Blick auf die Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnern.

Derzeit bestehen in der europäischen Finanzmarktregulierung eine Vielzahl von Regelungen, die zu einer Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten führen. So dürfen Forderungen an nichtstaatliche Schuldner 25 Prozent der anrechenbaren Eigenmittel nicht übersteigen. Diese **Großkreditgrenze gilt für staatliche Schuldner nicht!** Zudem besteht keine Unterlegungspflicht mit Eigenkapital für

Forderungen gegenüber Staaten in Heimatwährungen. Schließlich gelten marktfähige Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnern in der Liquiditätsregulierung in voller Höhe als sicher (sog. Level-1-Assets). Bei nichtstaatlichen Schuldnern sind Abschläge und Anrechnungsobergrenzen in der Regulierung vorgesehen.

Auf Basis eines Stresstests der European Banking Authority (EBA) hat der Sachverständigenrat Berechnungen durchgeführt, um die **Auswirkungen einer Reform der Aufhebung der regulatorischen Privilegierung** zu veranschaulichen (SVR 2015, Kapitel 5). Hierbei zeigt sich eine deutliche Heterogenität über Länder hinweg sowie ein **Home Bias,** insbesondere in südeuropäischen Ländern und in Deutschland. Der Vorschlag des Sachverständigenrates sieht vor, Großkreditgrenzen für staatliche Forderungen einzuführen. Diese Grenzen sollten mit dem Verlustrisiko variieren, weil Konzentrationsrisiken in den Bankbilanzen vor allem bei einem merklichen Ausfallrisiko eine Gefahr für die Systemstabilität darstellen. Das Ausfallrisiko könnte durch unabhängige Länderratings abgebildet werden, die sich der politischen Einflussnahme entziehen. Für die Mitgliedsländer mit geringer Bonität, schlägt der Sachverständigenrat eine Großkreditgrenze wie für Unternehmenskredite in Höhe von 25 Prozent in Relation zum anrechenbaren Eigenkapital vor. Die Grenze erhöht sich schrittweise für Länder besserer Bonität. Die Werte orientieren sich an denjenigen der Baseler Risikogewichte. Der Sachverständigenrat schlägt zudem eine höhere Eigenkapitalquote für Finanzinstitute vor. Wissenschaftliche Studien fordern die Anhebung der Eigenkapitalquote auf gut 20 Prozent (Admati und Hellwig 2013). Für die Einführung einer Großkreditgrenze sowie die Erhöhung der Eigenkapitalquote sollten eine Übergangsphase von gut zehn Jahren vorgesehen werden. Der maßgebliche Stichtag müsste in der Vergangenheit liegen, um Vorratskäufe noch privilegierter Anleihen auszuschließen. Erst danach könnte eine Insolvenzordnung im Euroraum in Kraft treten.

1.2 Abbau der Staatsverschuldung

Die Mitgliedstaaten müssten die Staatsverschuldung unter den Grenzwert von 60% bringen.

Im Gleichlauf zur Voraussetzung in Abschnitt 1.1, müssten die Mitgliedsstaaten in einer historischen Kraftanstrengung die Staatsverschuldung unter den Maastricht-Grenzwert in Höhe von 60 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) bringen. Der Sachverständigenrat (SVR) hat sich auch damit in der Vergangenheit befasst (SVR 2011, Zif. 242 ff.; SVR 2013, Zif. 276 ff). Er kommt zum Ergebnis, dass die *„hohe Verschuldung der Mitgliedstaaten (…) die Einführung einer solchen Insolvenzordnung zum heutigen Zeitpunkt*" verhindert (SVR 2015, Zif. 87 ff). Zudem, so der Sachverständigenrat, kann der Vorschlag eines Schuldentilgungspaktes nicht mehr umgesetzt werden, da diese Idee mit der aktuellen institutionellen Struktur inkompatibel und gefährlich wäre. Im aktuellen Jahresgutachten (SVR 2016, Zif. 57) warnt der Sachverständigenrat explizit vor **übereilten Integrationsschritten**, darunter eine europäische Arbeitslosenversicherung oder eine gemeinsame Fiskalkapazität.

2. Vorabüberlegungen für eine StlInsO im Euroraum

Eine staatliche Insolvenzordnung (StlInsO) sollte eine Regelbindung herstellen, sodass eine Insolvenz **quasiautomatisch** entlang bestimmter Prüfsteine ablaufen kann und dem politischen Verhandlungsprozess weitgehend entzogen ist. Dies hat vor allem den Vorteil, dass einerseits die Unsicherheit reduziert wird, andererseits die Erwartungen der Marktteilnehmer angepasst würden. Ein weiterer Baustein einer Insolvenzordnung sind Bestimmungen, die die Gleichbehandlung von Gläubigern sicherstellen und damit sowohl einen „rush to the exit[2]" als auch das Holdout-Problem[3] reduzieren.

2.1 Beschränkung auf „unverschuldete" Haushaltskrisen

Hilfen der anderen Mitgliedsstaaten könnten bei einer glaubwürdigen No-Bailout-Klausel theoretisch vollkommen ausgeschlossen werden. Allerdings gibt es **„unverschuldete" Haushaltskrisen**, die nicht direkt durch wirtschafts- und finanzpolitische Fehler verursacht werden. Beispielsweise können Mitgliedsländer in Haushaltskrisen geraten, weil systemische Risiken das nationale Bankensystem in Schieflage versetzen oder wichtige, regional konzentrierte Industrien durch neue Konkurrenz in Notlage kommen. Derartige (exogene) Schocks werden mithin häufig durch falsche Wirtschaftspolitik, z.B. Erhaltungssubventionen überbrückt, um den notwendigen aber unpopulären Strukturwandel hinauszuzögern (Smaghi 2014).[4] Es dürfte im Einzelfall nicht immer leicht sein festzustellen, welcher Faktor – exogener Schock *oder* falsche Wirtschaftspolitik – überwiegt. Dennoch muss eine staatliche Insolvenzordnung im Euroraum eine außergewöhnliche Haushaltsnotlage feststellen, da der inhärente Moral-Hazard-Anreiz durch die Währungsunion noch verstärkt wird (Beetsma und Bovernberg 1999, 2000, 2003; Beetsma und Uhlig 1999; Dixit und Lambertini 2003, Herzog 2004, 2016b).[5] Infolgedessen gilt in der regelgebundenen Währungsunion zunächst das Prinzip der Eigenverantwortung und des No-Bailouts (insbesondere für selbstverschuldete Haushaltskrisen!). Zur Bewertung der vergangenen Wirtschaftspolitik sind unabhängige Ursachen- und Schuldentragfähigkeitsanalysen notwendig. Hierbei muss begutachtet werden, ob das Land seinen Verpflichtungen – Einhaltung bestehender Regeln – gerecht geworden ist. Haushaltsdisziplin und Selbsthilfe sind im Krisenfall in jedem Fall einzufordern. Falls sich das Land objektiv – trotz erster Strukturreformen und Sparanstrengungen – nicht aus eigener Kraft befreien kann, sollten konditionierte Überbrückungshilfen (ESM) und die StlInsO aktiviert werden können. Auch in einem solchen Fall sind strenge Maßstäbe an die Haushaltssanierung anzulegen.

Zunächst gilt das Prinzip der Eigenverantwortung und des no-bailout.

2.2 „Unattraktive" Ausgestaltung der Hilfen

Ein weiterer Baustein, um die von der Insolvenzordnung ausgehenden Fehlanreize zu begrenzen, besteht darin, dass die Inanspruchnahme mit Nachteilen verbunden ist. Es gibt unterschiedliche Optionen, aber grundsätzlich geht es darum die **Haushaltsautonomie des Empfängers** einzuschränken. Die am weitest gehende Form eines solchen Eingriffs wäre ein „staatlicher Insolvenzverwalter", z.B. durch einen europäischen Finanzminister in der EU-Kommission. Der drohende Verlust der nationalen Haushaltsautonomie könnte die finanzpolitische Disziplin «ex ante» fördern. Ähnlich der Wirkung einer Ausschlussklausel bei Nichteinhaltung der Verträge und Regeln.

Der Anreiz dieses Bausteins ist vielfältig. Erstens käme es zu einem beträchtlichen Prestigeverlust für die verantwortlichen nationalen Politiker. Zweitens bestünde die Gefahr des Verlusts der regionalen und kulturellen Identität. Diese könnte bei öko-

Die Möglichkeit eines freiwilligen Austritts aus der Eurozone müsste vertraglich geregelt werden.

nomisch zu schwachen und politisch zu „laxen" Mitgliedsländern (d.h. wirtschaftspolitisches Handeln und Tradition ist nicht mit den Regeln der EWWU konform) die Präferenz eines freiwilligen Austritts aus der Währungsunion fördern. Deswegen müsste im Zuge einer StlInsO die **Möglichkeit eines selbstbestimmten freiwilligen Austritts aus der Währungsgemeinschaft vertraglich** geregelt sein. Ferner müsste eine Ausschlussklausel bei nachhaltiger Nichteinhaltung der Regelungen geschaffen werden, um den Regeln die notwendige Glaubwürdigkeit (d.h. glaubwürdige Drohung!) zuzuschreiben. Sinn (2016) spricht von einer „atmenden Währungsunion".

Eine weniger radikale Option würde darin bestehen, nur für den Zeitraum der Abwicklung, die **finanzielle Autonomie** des betreffenden Mitgliedstaates **vollständig oder zumindest auf der Ausgabenseite außer Kraft zu setzen**. Dazu wären starke Durchgriffsrechte in die nationale Haushaltsautonomie notwendig (Calliess 2017). Für diesen Zweck müssten die Kompetenzen der EU-Kommissionen gestärkt oder noch besser eine neugeschaffene europäische Fiskalinstitution beauftragt werden. Wenn beispielsweise im Haushalt Ausgabenkürzungen möglich sind, aber bislang von der Regierung (Parlament) nicht umgesetzt wurden, weil sie unpopulär sind, könnten diese Kürzungen damit erzwungen werden. Allerdings könnte eine solche Regelung dafür sorgen, dass es für eine Regierung attraktiv wird, unpopuläre Strukturreformen und Konsolidierungsmaßnahmen nicht selbst zu veranlassen, sondern die Verantwortung auf die europäischen Institutionen abzuwälzen. Eine noch etwas schwächere Variante wäre die Einsetzung eines „Sparkommissars". Das Ergebnis dieser Idee wird allerdings davon abhängen, welche Regelungen im Falle des Scheiterns des „Sparkommissars" greifen (obige Alternativen). Die Kontroll- und Einwirkungsmöglichkeiten könnten dadurch verstärkt werden, dass die Institution/Sparkommissar/EU-Kommission an der Planung aller zukünftigen „nationalen" Investitionsprojekte beteiligt werden muss.

2.3 Forderung einer Pflichtbeteiligung

Der dritte Baustein besteht darin, den betreffenden Mitgliedsstaat an den Kosten zu beteiligen. **In Versicherungsverträgen wäre dies eine Selbstbeteiligung**, die Anreize setzt, den Schadensfall zu vermeiden. Diese Analogie ist jedoch etwas problematisch, da das Haushaltsbudget in einer Haushaltskrise per Definition knapp ist. Zudem benötigt jeder Staat ein Basisbudget zum Erhalt der rechtstaatlichen Ordnung, die durch eine Selbstbeteiligung nicht verbraucht werden dürfte. Darüber hinaus ist zu klären, welche Gruppen von der Kostenbeteiligung betroffen sein sollen: die Gläubiger, d.h. Inhaber von Staatsanleihen, oder die Bevölkerung?

Bei Maßnahmen, die eine Selbstbeteiligung vorsehen, muss gewährleistet sein, dass diese glaubwürdig sind, d.h. im Ernstfall durchgesetzt werden könnten! Nur dann entfalten sie die nötigen Anreize hin zu einer «ex ante» soliden Haushaltspolitik. Da jeder Mitgliedsstaat über Steuerautonomie verfügt, können Hilfen davon abhängig gemacht werden, dass die eigenen Steuerquellen zuerst **in hinreichendem Umfang** für die Haushaltssanierung genutzt werden. Mithin sollte das **Mitgliedsland zeitlich begrenzt einen deutlichen Zuschlag zum Mehrwertsteuerhöchstsatz** i.H.v. 25 Prozent (Grenzwert der EU[6]) einführen müssen, der vollständig zur Haushaltssanierung eingesetzt wird (Kaufmann 2016). In diesem Fall würde «ex ante» ein erheblicher Anreiz zur Vermeidung einer Insolvenz entstehen, weil die Bevölkerung die Aktivierung eines Steuerzuschlags zweifellos der Politik bei den nächsten Wahlen zu spüren gäbe.

2.4 Beteiligung der Gläubiger – Insolvenzverfahren / Umschuldungsverfahren

In Analogie zur Insolvenz bei Unternehmen und privaten Wirtschaftssubjekten könnte ein staatliches Insolvenzverfahren die Gläubiger an den Kosten beteiligen. Dabei ist zunächst zu regeln, was ein Insolvenzverfahren auslöst und welche institutionellen Konsequenzen die Insolvenz nach sich zieht. Auslöser einer Insolvenz ist in der Regel die Zahlungsunfähigkeit oder die Überschuldung. Eine Überschuldung liegt vor, wenn die Forderung der Gläubiger an das Unternehmen den Barwert aller Vermögensgegenstände sowie erwarteter Gewinne aus zukünftiger Geschäftstätigkeit übersteigen. Übertragen auf souveräne Staaten **ohne Mitgliedschaft in der Währungsunion** ergäbe sich **eine Überschuldung, wenn die Verbindlichkeiten heute den Barwert der erwarteten Einnahmen übersteigen** (Herzog 2010). Für überschuldete Mitgliedsländer im Euroraum muss allerdings eine strengere Definition gelten, aufgrund des gesteigerten Moral-Hazard-Anreizes in einer Währungsunion. Die nachlassende Eigenverantwortung in einer Währungsgemeinschaft verlangt, dass Hilfe nur dann gewährt wird, wenn eine unverschuldete Haushaltskrise vorliegt, die Länder an den Kosten beteiligt werden und die nationale Souveränität bei Inanspruchnahme des Umschuldungsmechanismus beschnitten wird. Des Weiteren taucht das Problem auf, wie der Barwert der öffentlichen Einnahmen zu schätzen und bemessen ist, denn dieser hängt von zahlreichen Faktoren ab, u.a. der wirtschaftlichen Entwicklung, der demografischen Entwicklung, der Steuer-, Finanz- und Wirtschaftspolitik.

Pfändungsgrenzen sind nötig, um eine Mindestversorgung zu garantieren.

Eine zweite Besonderheit zwischen Staaten und Unternehmen besteht darin, dass Unternehmen im Falle der Insolvenz ausnahmslos aufgelöst werden können, und in die Hände der Gläubiger übergehen. Ein vergleichbares Vorgehen ist bei Staaten nicht möglich, da ein Staat im **Fall der Überschuldung** einen gewissen Bestand an Vermögen und Einnahmen behalten muss, um die elementaren rechtsstaatlichen Aufgaben, z.B. Daseinsvorsorge, zu erfüllen. Es muss also Pfändungsgrenzen geben, damit eine Mindestversorgung garantiert werden kann. Die Höhe dieser **Pfändungsgrenzen** muss vorab in der Politik und unabhängig von tatsächlichen Fällen fixiert werden. Ansatzpunkt könnte die Bemessung der staatlichen Ausgaben am Durchschnitt der drei Mitgliedsländer mit den geringsten Ausgaben in Relation zum BIP sein. Das wäre eine vergleichbare Definition zu den Maastrichter-Kriterien.[7]

Im privatrechtlichen Bereich gilt es, vorrangige Forderungen vor nachrangigen zu bedienen. Geht man davon aus, dass ähnliche Prinzipien für Staatsinsolvenzen gelten, ist den Forderungen gegenüber Arbeitnehmern und Pensionen besonderer Schutz einzuräumen. Ein überschuldeter Mitgliedsstaat müsste also nach Vorabzug der erforderlichen Minimalausgaben für die Daseinsvorsorge, die Verbindlichkeiten entsprechend ihres Rangs bedienen.

Überschuldung allein löst noch keinen Anspruch auf Finanzhilfe aus.

Die **No-Bailout-Bedingung besagt im Zusammenhang mit einem Insolvenzverfahren (i.S.v. Umschuldung)**, dass der Sachverhalt der Überschuldung alleinig noch kein Anspruch auf Finanzhilfe auslöst. Die anderen Mitgliedsstaaten übernehmen **insbesondere keine Garantien für Forderungen der Gläubiger die vorrangig zu bedienen und selbstverschuldet sind**. Es ist genau zu spezifizieren, für welche Ansprüche und Garantien eingetreten wird und für welche nicht.[8]

Die Einführung eines Insolvenzverfahrens würde erhebliche Anreizeffekte haben, die zu einer Begrenzung der Verschuldung führen. Dabei ist zwischen den Anreizen für die Politik und den Anreizen für die Gläubiger zu unterscheiden. Ein Mitgliedsland könnte unter den Bedingungen des No-Bailout nicht hoffen, dass ihm die Anderen

im Überschuldungsfall für alle staatlichen Ausgaben behilflich sind. Damit schwindet der Anreize in der Gegenwart den staatlichen Konsum übermäßig auf Kredit auszuweiten. Indes bleibt der Anreiz zur übermäßigen Kreditaufnahme teils bestehen. Auch Privatpersonen verspüren, wenn Pfändungsgrenzen im Insolvenzfall noch ein gutes Leben ermöglichen. Denn dann besteht nach wie vor ein Anreiz, heute übermäßig zu Lasten der Gläubiger zu konsumieren. Dieser Negativanreiz ist bei Staaten mit demokratischen Regierungsformen und in einer Währungsunion besonders bedeutsam, weil **die Regierenden in ihren Amtsjahren häufig kurzfristig denken sowie Hilfeleistungen aus Angst vor Ansteckungseffekten großzügiger bereitstellen**.[9] Man kann deshalb nicht darauf vertrauen, dass das No-Bailout die Anreize zur übermäßigen Verschuldung alleinig beseitigt.[10]

Kreditgeber müssten die Kreditwürdigkeit eines Mitgliedsstaats deutlicher prüfen.

Der **bedeutendere Anreizmechanismus** betrifft die Kreditangebotsseite. Durch den Verzicht auf Bailout verändert sich das Benehmen von Gläubigern. Die **Kreditgeber werden die Kreditwürdigkeit eines Mitgliedslandes sorgfältiger prüfen**. Kredite müssten nun auch mit ausreichendem Eigenkapital besichert werden. Zudem werden sie abwägen, ob und zu welchen Konditionen bestehende Kreditverpflichtungen ausgeweitet werden oder nicht. Am Markt würde damit *nicht nur „ein" Kreditrating* vorliegen, sondern unterschiedliche gemäß der Kreditforderung. Angesichts der mit höherem Schuldenstand zunehmenden Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung werden Gläubiger ihre Kreditvergabe ab einem bestimmten Punkt einstellen. Zu einer systematischen Überschuldung (wie in Griechenland) könnte es dann kaum noch kommen, selbst wenn die politischen Entscheidungsträger zusätzliche Kredite nachfragen. Obschon einige Faktoren für die Entwicklung der Solidität der öffentlichen Haushalte nicht direkt der Kontrolle der nationalen Politik unterliegen, werden Investoren alle Eventualitäten in ihr Kalkül mit einbeziehen. Sie werden für Länder mit geringer Budgetnachhaltigkeit einen Aufschlag auf den sicheren Marktzins erheben.

2.5 Gesamtschau

Wie könnte nun ein staatliches Insolvenzverfahren oder Umschuldungsverfahren im Euroraum ausgestaltet werden? Eine Umsetzung des beschriebenen institutionellen Rahmens erfordert mithin drei institutionelle Regelungen (Herzog 2016b):

(1) Klare **Bestimmungen des erforderlichen Ausgabenniveaus** zur Aufrechterhaltung einer rechtstaatlichen Ordnung.
(2) Eine **konsequente und glaubhafte Selbstbindung** für die im Falle der Überschuldung nicht eingestanden wird (No-Bailout). Diese Selbstbindung lässt sich durch hinreichend hohe Pfändungsgrenzen erreichen, die vor dem Zugriff der Gläubiger geschützt sind. Kurzum, je höher das zugestandene Ausgabenniveau, desto vorsichtiger sind Kreditgeber, aber desto geringer der Anreiz zur Haushaltsdisziplin.
(3) Die **Regeln** für ein staatliches Insolvenzverfahren müssen **glaubwürdig zur Anwendung kommen**, d.h. der politischen Einflussnahme entzogen werden.

Es ist naheliegend, zunächst auf existierende Verfahren zu blicken. In den USA existiert das **US-Insolvenzrecht mit dem Chapter-9**. Dies ist eine vertraute Regelung bei Insolvenzen öffentlicher Schuldner in den USA.[11] In Analogie an die Chapter-9-Regelung könnte vorgesehen werden, dass eine neutrale Instanz beispielsweise eine **neue Kammer des EUGH** für Streitfragen geschaffen wird (Matthes und Busch 2015). Das Antragsrecht sollte aber nicht nur dem Krisenland zustehen. Es sollte zugleich einer Mehrheitsentscheidung in den Euro-Mitgliedsländern oder dem ESM-Board sowie bei Vorliegen von Einstimmigkeit dem unab-

hängigen Expertengremium (mit der Zuständigkeit für die Schuldentragfähigkeitsanalysen) zugeschrieben werden.[12]

Die Vorabüberlegungen haben gezeigt, dass die verbundenen Fehlanreize einer Insolvenzordnung durch eine entsprechende institutionelle Ausgestaltung begrenzt werden könnten. Um die Finanzdisziplin auf dezentraler Ebene im erforderlichen Ausmaß aufrechtzuerhalten, müssten aber entsprechende Maßnahmen – beispielsweise Steuererhöhungen in dem betreffenden Mitgliedsland – vorgesehen werden. Auch bei dieser Regelung – ähnlich zu Artikel 125 AEUV (No-Bailout Klausel) – stellt sich die **Frage der Glaubwürdigkeit**, und ob sie im Ernstfall durchgesetzt würde. Bisherige Erfahrungen in der Regeldurchsetzung im Euroraum sind bescheiden![13]

Durchgriffsrechte in die nationale Haushaltsautonomie wären erforderlich.

Positive Anreizeffekte hätte aber das Insolvenz- oder Umschuldungsverfahren, da der Kapitalmarkt der unsoliden Haushaltspolitik weitere Kredite ab einem gewissen Punkt verweigern dürfte. Dennoch kann ein Umschuldungsverfahren allein nicht garantieren, dass «ex ante» ein **Anreiz für solides Haushalten Einzug hält**, denn die Finanzierung einer Mindestausstattung mit öffentlichen Leistungen muss immer gewährleistet bleiben. Insgesamt sind weiterhin strenge Vorkehrungen notwendig, die zu einem frühen Zeitpunkt greifen und einen Beitrag für eine solide und nachhaltige Finanzpolitik im Euroraum leisten. Demgemäß sind **ergänzende institutionelle Regeln mit Durchgriffsrechten in die nationale Haushaltsautonomie erforderlich** (Calliess 2017). Nur im Zusammenwirken mit den präventiven institutionellen Regeln könnte eine staatliche Insolvenzordnung im Euroraum glaubhaft seine Wirkung und Funktion entfalten.

3. Ausgestaltung des Umschuldungsmechanismus

Vor Einführung der Insolvenzordnung müssten, die oben dargelegten Voraussetzungen vorliegen. Dafür ist bereits eine Übergangsphase notwendig. Zudem benötigt man Zeit, um die neu emittierten Anleihen in ausreichendem Volumen mit den entsprechenden Klauseln in Umlauf zu bringen. Das Insolvenz- oder Umschuldungsverfahren würde aus drei Modulen bestehen:

1. **Regelmäßige** Erstellung von **unabhängige Schuldentragfähigkeitsanalysen**[14]. Dies könnte ähnlich dem ESM-Verfahren in einem unabhängigen Fiskalgremium bestehend aus Ökonomen geschehen.

2. Um Finanzhilfe ersuchende Mitgliedsstaaten einordnen:
   a. Eine **„unverschuldete" extreme Haushaltsnotlage aufgrund von Tragfähigkeitsanalysen**. Dann eine quasiautomatische Umschuldung durch einmalige Laufzeitverlängerung und/oder Zinssenkung und/oder ggfs. noch Restrukturierung der Schulden verbunden mit verbindlichen Strukturreformen und einem Anpassungsprogramm (Modul 3). Oder aber freiwilliger Austritt aus der Währungsunion.
   b. Eine **„selbstverschuldete" Haushaltsnotlage** eines Mitgliedslandes muss eigenverantwortlich saniert werden (No-Bailout), d.h. ohne Unterstützung der Mitgliedsländer. Oder aber freiwilliger Austritt respektive bei nachhaltiger Regelverletzung Ausschluss aus der Währungsunion.

3. Die Umschuldung (im Fall a oder bei Austritt/Ausschluss im Fall b) wird mit **makroökonomischen Anpassungshilfen** verbunden. Dafür erhalten die Krisenländer Hilfskredite, werden aber zur **Konsolidierung des Staatshaushalts** und zur Durchführung von **Strukturreformen auf den Arbeits- und**

Produktmärkten verpflichtet (im Fall a mit Durchgriffsrechten). Diese Brückenfinanzierung könnte über den ESM gewährleistet werden.

3.1 Verfahrensschritte und Kriterien

Geordnete Umschuldung in einem zweistufigen Prozess

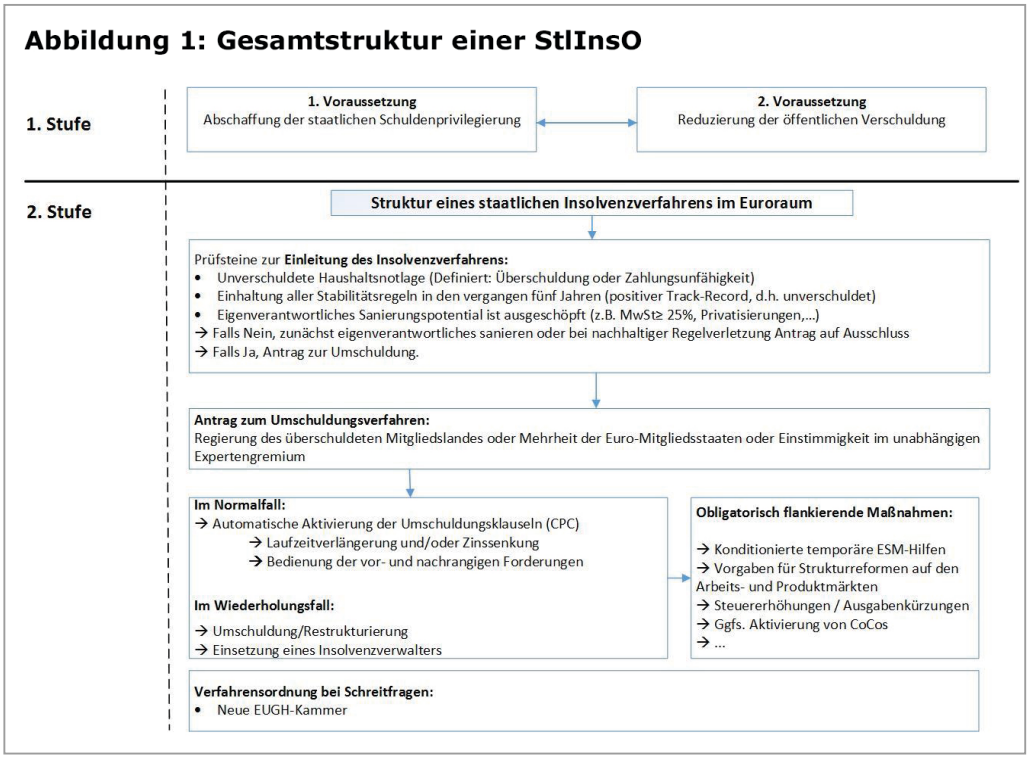
Liegt eine „**unverschuldete" extreme Haushaltsnotlage** in Modul 2a vor, könnte gemäß dem Vorschlag des Sachverständigenrates eine geordnete Umschuldung einfach anhand eines **zweistufigen Prozesses** abgebildet werden (SVR 2016 – Kasten 2). Indes hat der hier dargelegte Umschuldungsmechanismus gewisse Unterschiede im Vergleich zum Modell des Sachverständigenrates.[15] Erstens wird eine Umschuldung im vorliegenden Modell nur bei unverschuldeten Haushaltsnotlagen ermöglicht. Zweitens wird hierbei der ESM nicht zu einem Bailout-Fond umgewidmet, zumal das der ursprünglichen Funktion als Stabilisierungsfond sowie der No-Bailout Klausel widersprechen würde.[16]

In der **ersten Stufe** wird entschieden, ob die Überbrückungshilfe mit der Zustimmung der Gläubiger für eine Laufzeitverlängerung verknüpft wird. Als Schwellenwerte könnte man die Maastricht-Verschuldungsgrenze in Höhe von 60 Prozent des BIP oder einen Refinanzierungsbedarf in Höhe von 15 Prozent des BIP heranziehen. Sollte das Mitgliedsland mindestens drei Mal gegen die Fiskalregeln in den letzten fünf Jahren verstoßen haben, liegt automatische keine unverschuldete Haushaltskrise vor. Eine Laufzeitverlängerung könnte in diesem Fall nur bei einem Austritt oder bei Abgabe der Haushaltsautonomie an den europäischen Finanzminister gerechtfertigt werden. Während der Laufzeit des Hilfsprogramms wird in der **zweiten Stufe** entschieden, ob ein Schuldenschnitt noch notwendig ist (SVR 2016).

Die effektive Durchführung der ersten und zweiten Stufe sollte mit einem Mehrheitsquorum der Gläubiger gewährleistet werden (SVR 2016). Dies bedarf der **Einführung von neuen Klauseln, sog. Creditor Participation Clauses (CPC)**, die eine Änderung der Fälligkeiten durch einen Mehrheitsbeschluss erlauben.[17] Die im Jahr 2012 aufgenommen Collective Action Clauses (CACs[18]) sind unzureichend.[19] Die CPC-Klauseln würden den Umstrukturierungsprozess effizienter gestalten. Im Fall einer weiteren Restrukturierungsnotwendigkeit müsste die Verlustbeteiligung der Gläubiger (Bail-in) glaubhaft möglich sein.

Das Umschuldungsverfahren bezieht sich ausschließlich auf die neuemittierten Anleihen. Nur diese Anleihen sind Gegenstand der Umschuldung. Altschulden müssten wie bisher fallabhängig behandelt werden. Das gesamte Umschuldungsverfahren kann nur dann funktionieren, wenn A) die regulatorische Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten abgebaut ist, B) die Altschulden zurückgeführt sind, und C) ein hinreichend großes Volumen der neuen Anleihen im Markt ist (Abbildung 1).

Abbildung 1: Gesamtstruktur einer StlInsO



4. Ausblick und Gefahren einer Insolvenzordnung

Einschränkung der Souveränität nur bei Regelverletzung

Die mit der Einführung einer Insolvenzordnung einhergehenden Risikoaufschläge für hochverschuldete Mitgliedsstaaten im Euroraum bieten den Anreiz, sich in geringerem Maße zu verschulden. Allerdings dürften solche **Disziplinierungseffekte** schnell an Wirkung verlieren, wenn bereits eine hohe Verschuldung vorliegt! In diesem Fall könnten **hochverschuldete Staaten darauf hoffen, sich mithilfe einer Insolvenzordnung auf einfache Weise ihrer (neuen) Schulden zu entledigen**. Um diesen erheblichen Fehlanreize zu beseitigen gibt es nur die oben erwähnten Voraussetzungen sowie Prüfsteine.[20] Freilich, die notwendigen institutionellen Verfahren gehen mit einer Einschränkung der Souveränität, aber nur bei Regelverletzung, einher. Die reibungsfreie Umsetzung jedes Umschuldungsverfahren im Euroraum könnte nur in Verbindung mit Durchgriffsrechten in die nationale Haushaltsautonomie gelingen.

Will man sich Aufwand und Streit im Zuge einer europäischen Insolvenzordnung ersparen, gibt es im Rahmen des regelbasierten Wegs nur eine Alternative: die vertragliche Einbettung einer automatischen Ausschlussklausel aus der Währungsunion bei Regelverletzung. Nur das könnte eine abschreckende Wirkung auf hochverschuldete Mitgliedsländer entfalten. Nüchtern betrachtet gilt derzeit im Euroraum kein No-Bailout, da seit der „ersten Staatsverschuldungskrise" die geübte Praxis ein Bailout von Krisenländern ist. Kurzum: ohne ein glaubwürdiges NO-BAILOUT, d.h. entweder eine effektive Insolvenzordnung oder eine Ausschlussklausel im EU-Vertrag, kann die Stabilität und Solidität der regelgebundenen Währungsunion nicht garantiert werden.

LITERATUR

- *Admati, A. und M. Hellwig (2013), Des Bankers Neue Kleider, FBV Verlag, München.*
- *Beetsma, R.M. and A.L. Bovernberg (1999). Does Monetary Unification Lead to Excessive Debt Accumulation?. Journal of Public Economics, 74(3): 299–325.*
- *Beetsma, R.M. and A.L. Bovernberg (2000). Designing Fiscal and Monetary Institutions for a Monetary Union. Public Choice, 102(3–4): 247–69.*
- *Beetsma, R.M. and A.L. Bovernberg (2003). Strategic Debt Accumulation in a Heterogeneous Monetary Union. European Journal of Political Economy, 19(1): 1–15.*
- *Beetsma, R.M. and H. Uhlig (1999). An Analysis of the Stability and Growth Pact. Economic Journal, 109(458): 546–71.*
- *Calliess, C. (2017), Durchgriffsrechte in die nationale Haushaltsautonomie, Reflexionsgruppe, Diskussionpapier, Konrand-Adenauer-Stiftung.*
- *Dixit, A. and L. Lambertini (2003). Symbiosis of Monetary and Fiscal Policies in a Monetary Union. Journal of International Economics, 60(2): 235–47.*
- *Enderlein, H. et al. (2016), Repair and Prepare: Der Euro und Wachstum nach dem Brexit, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.*
- *Herzog, B. (2016a), Neujustierung der Governance der Europäischen Währungsunion, p. 1-46, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin, ISBN 978-3-95721-206-1.*
- *Herzog, B. (2016b), Modelling Monetary and Fiscal Governance in the Wake of the Sovereign Debt Crisis in Europe, Economies, 4(2), 9. doi:10.3390/economies4020009*
- *Herzog, B. (2010), Anwendung des Nachhaltigkeitsansatzes von Bohn zur Etablierung eines Frühindikators in den öffentlichen Finanzen – Beitrag zur aktuellen Debatte der Föderalismuskommission II, Journal of Credit and Capital, 43. Jahrgang, Heft 2, S. 1-24.*
- *Herzog, B. (2004). Warum verstoßen vorwiegend die großen EWU-Länder gegen den "Stabilitäts- und Wachstumspakt"?. Quarterly Journal of Economic Research, 73(3): 405-417.*
- *Kaufmann, C. (2016), Optimal Fiscal Substitutes for the Exchange Rate in a Monetary Union, Working paper series, No. 86, University of Cologne.*
- *Matthes J. und B. Busch (2015), ein Staatsinsolvenzverfahren für den Euroraum, IW policy paer, No. 23, Köln.*
- *Perotti, R. (2014), Fiscal Policies in Recessions, ?, in: What have we learned? Macroeconomic Policy after the Crisis, eds. G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer and J. Stigilizt, MIT Press.*
- *Sinn, H.-W. (2016), Der schwarze Juni, Herder, Freiburg.*

- *Smaghi, L.B. (2014), Monetary Policy, the Only Game in Town?, in: What have we learned? Macroeconomic Policy after the Crisis, eds. G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer and J. Stigilizt, MIT Press.*
- *SVR (2016), Jahresgutachten 2016, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.*
- *SVR (2015), Jahresgutachten 2015, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.*
- *SVR (2013), Jahresgutachten 2013, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.*
- *SVR (2011), Jahresgutachten 2011, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.*

1| Perotti (2014) erklärt, dass: „Fiscal policy consists of a myriad of instruments, (…) [with enormous distributional implications]. No government and no parliament will ever relinquish it completely."
2| Bedeutet, dass Investoren bei ersten Anzeichen der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit versuchen zu verkaufen und dadurch Turbolenzen im Anleihemarkt sowie weitere Ansteckungseffekte im Finanzmarkt auslösen.
3| Das holdout-Problem tritt auf, wenn ein Staat nahe der Zahlungsunfähigkeit ist. Dann versucht der Staat die im Umlauf befindlichen Anleihen zu tauschen. Dieser Tausch verlangt aber der Zustimmung nahezu aller Investoren (ca. 90%). Sofern die Investoren dem nicht zustimmen, bleiben die bisherigen Bedingungen in Kraft. Das wird die Umstrukturierung verlangsamen und die Unsicherheit weiterhin erhöhen.
4| B. Smaghi, früheres Direktoriumsmitglied der EZB, kommt zum Ergebnis: „The crisis has shown how political authorities in our democracies try to postpone painful decisions and act only when they come under market pressure, as a last resort, at the edge of the cliff."
5| Vgl. das ist auch der wesentliche Grund, warum alle historischen Währungsunionen nach wenigen Jahren zerbrochen sind.
6| VAT-Direcetive 2006/112/EC.
7| Eine innovative Idee dazu wäre ein ‚Tax-Revenue Fund with Collateral Assets' mit Zugriff auf zukünftige Steuereinnahmen (in Arbeit, Herzog 2017).
8| Je geringer die definierten Garantien für die im Rahmen der Insolvenzordnung eingetreten wird, umso weniger wichtig ist die ansonsten notwendige Unterscheidung zwischen „unverschuldeten" und „selbstverschuldeten" Haushaltskrisen.
9| Problem der Heterogenität sowie aufgrund der unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Traditionen in der EWU.
10| Diese Einsicht ist im aktuellen Vorschlag des Sachverständigenrates (2016) vernachlässigt worden. In einer regelgebundenen Währungsunion ohne Ausschlussklausel ist der Marktanreiz des No-Bailout alleinig unglaubwürdig. Damit wird der Umschuldungsmechanismus auf Basis von angebotsseitigen Marktkräften nicht die erhoffte Disziplinierungswirkung entfalten können.
11| U.a. Orange County, California (1994-1996) oder die Stadt Detroit (2013) wurden mittels Chapter-9 abgewickelt/saniert.
12| Vermeidung von Insolvenzverschleppung.
13| Vgl. Fußnote Nr. 5.
14| Tragfähigkeitsanalysen sind sehr technisch und mit großen Unsicherheiten behaftet. Der in der Praxis etablierte Schwellenwert für den tragfähigen Refinanzierungsbedarf (Primärüberschüsse) in Relation zum Bruttoinlandsprodukt könnte eine Orientierung sein.
15| Der Sachverständigenrat schlägt als Auslöser lediglich das Gesuch eines Krisenlandes für ein ESM-Hilfsprogramm vor, dass ist unzureichend, da es in einer Währungsunion auf Kosten der Gemeinschaft schnell zur einer Verschleppung von Hilfsanträgen kommt, wie die ersten Beispiele mit Portugal, Spain und Irland im Rahmen des ESM aufgezeigt haben.
16| Im Modell des Sachverständigenrates findet die Umschuldung/Laufzeitverlängerung hingegen auch bei selbstverschuldeten Haushaltskrisen und ohne jede Selbstbeteiligung oder Einschränkung der Haushaltsautonomie statt (da der ESM keine Durchgriffsrechte, sondern nur Konditionalitäten definiert!). Infolgedessen fungiert der ESM in diesem Vorschlag als klassischer Bailout-Fond (vgl. 2. und 3. Griechenlandhilfe).
17| Das sind Standardklauseln gemäß der International Capital Market Assoziation.

18| Zu CAC: Bei Abstimmungen über Änderungen der Zahlungsbedingungen auf der Gläubigerversammlung ist das Zustimmungsquorum bei 75% des Nennwerts aller vertretenen Schuldverschreibungen und zudem ein Zustimmungsquorum für einzelne Emissionen von 66,66 Prozent vorgesehen.

19| Darüber hinaus ist insbes. bei Banken ein höherer Risikopuffer mit Eigenkapital gefordert. Deshalb muss der Nexus von Banken und Staat vor Einführung einer Insolvenzordnung abgebaut werden.

20| Alternativ könnte man über eine Zwei-Stufige Währungsunion (oder Währungsunion der Zwei-Geschwindigkeiten) nachdenken. Einerseits die aktuelle Maastricht-EWU (1. Stufe) in der die harte und dann verbindlich praktizierte Regel(n) des No-Bailout gilt! (ab einem Stichtag z.B. 1.1.2025!) Und andererseits eine EWU+ mit einer StlInsO (2. Stufe). Zur Teilnahme an der EWU+ müssten die Euro-Mitgliedsländer zunächst die Voraussetzungen für die StlInsO erfüllen. Danach würden sie automatisch in die EWU+ überführt. Dort würden dann die etwas generöseren Reglungen u.a. StlInsO sowie Sicherheitsnetze gelten (in Arbeit, Herzog 2017).

Der Autor

Prof. Dr. Bodo Herzog *ist Professor für Volkswirtschaftslehre (Makroökonomik) und Geldtheorie an der ESB Business School.*

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

Ansprechpartner:
Olaf Wientzek
Koordinator für Europapolitik
Europäische und Internationale Zusammenarbeit
Telefon: +49(0)30/26996-3509
E-Mail: olaf.wientzek@kas.de

Postanschrift: Konrad-Adenauer-Stiftung, 10907 Berlin

ISBN 978-3-95721-293-1

www.kas.de

Der Text dieses Werkes ist lizenziert unter den Bedingungen von „Creative Commons Namensnennung-Weitergabe unter gleichen Bedingungen 3.0 Deutschland", CC BY-SA 3.0 DE (abrufbar unter: http://creativecommons.org/licenses/by-sa/3.0/de/)

Bildvermerk Titelseite
© weyo/fotolia.com