

cep**Studie**

## Eine Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Zone

Lüder Gerken, Matthias Kullas, Bert Van Roosebeke

August 2015



## Kernpunkte

### Die Probleme

- ▶ Die Euro-Krise hat drei Ursachen: übermäßige öffentliche Defizite, eine unterschiedliche Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit etlicher Euro-Staaten und das Platzen einer Kreditblase, in deren Folge ohnehin taumelnde Staaten versucht haben, systemrelevante Finanzinstitute vor der Insolvenz zu bewahren.
- ▶ Die ergriffenen Maßnahmen zur Verhinderung zukünftiger Krisen – insbesondere die Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und der länderspezifischen Empfehlungen, die Einführung einer makroökonomischen Überwachung und der Fiskalpakt – werden zukünftige Krisen nicht verhindern können.
- ▶ Denn sie ignorieren ein Kardinalproblem, das auf unabsehbare Zeit auch nicht behebbar ist: In allen Euro-Staaten fehlt die Bereitschaft, die nationale Fiskal-, Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik konsequent an diesen Maßnahmen auszurichten. Die europäischen Reform- und Konsolidierungsvorgaben werden in vielen Ländern ignoriert
- ▶ Dieses Problem ist auf zwei Ursachen zurückzuführen: Erstens besteht zwischen den Euro-Staaten inhaltlich kein Konsens, sondern Uneinigkeit darüber, welche Rolle dem Markt als Disziplinierungs- und Koordinierungsmechanismus zukommen soll. Entsprechend stehen die Reformvorgaben in vielen Fällen im Widerspruch zu der wirtschaftspolitischen Kultur und Tradition des jeweils adressierten Landes. Zweitens fühlen sich die Einwohner und nationalen Politiker durch Vorgaben aus Brüssel und aus anderen EU-Staaten fremdbestimmt.
- ▶ Eine Vergemeinschaftung von Schulden und dauerhafte Transferzahlungen zwischen EU-Staaten würden auf zum Teil entschiedenen Widerstand in den Bevölkerungen jener Länder treffen, die potentielle Nettozahler wären.

### Die Anforderungen an eine Lösung

- ▶ Eine Lösung der Probleme der Euro-Zone und damit deren Überleben erfordert, dass alle Euro-Staaten wieder selbst über Zeitpunkt, Art und Umfang von Reformen entscheiden können. Nur so wird sichergestellt, dass ihre wirtschaftspolitische Kultur und Tradition berücksichtigt werden und sie sich nicht fremdbestimmt fühlen. Allerdings dürfen fiskalische oder wirtschaftliche Schwierigkeiten eines Euro-Staates keine Krise in einem anderen Euro-Staat auslösen können.
- ▶ Den genannten Problemen kann Rechnung getragen werden, indem eine Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Staaten eingeführt wird.
- ▶ Sie muss folgende Anforderungen erfüllen:
  - (1) Die Durchsetzung der Staatsinsolvenz muss glaubwürdig sein.
  - (2) Im Fall einer Staatsinsolvenz haften – ausschließlich – die nationalen und internationalen Kapitalanleger sowie die nationalen Wähler in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler, nicht jedoch die Steuerzahler in anderen Ländern.
  - (3) Jedes Land muss über seine Fiskal-, Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik selbst bestimmen können.
  - (4) Entwicklungen, die die Solvenz eines Staates bedrohen, müssen frühzeitig offengelegt werden, damit Kapitalanleger und Wähler auf Fehlentwicklungen reagieren können.
  - (5) Schief lagen im Finanzsektor dürfen die Staatssolvenz in der Regel nicht bedrohen.
  - (6) Die Insolvenz eines Staates muss für die Finanzinstitute verkraftbar sein.

## Die Elemente der Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Staaten

- ▶ **Das Kernelement: Frühzeitiger automatischer Schuldenschnitt.** Wenn der Schuldenstand eines Euro-Staates 90% des BIP (Referenzwert) erreicht, wird automatisch ein Schuldenschnitt von 10% ausgelöst. Statt einer unkontrollierten Insolvenz wird frühzeitig eine kontrollierte Insolvenz mit einem geringen Schuldenschnitt erzwungen. Dies hat folgende Vorteile:
  - (1) Die Kapitalgeber können klare Erwartungen über ihr Verlustrisiko bilden. Schlagartige Risikoaufschläge weichen einem sukzessiven Anstieg, wenn sich der Staat dem Referenzwert nähert. „Panikverkäufe“ und „Ansteckungen“ anderer Euro-Staaten unterbleiben.
  - (2) Allmählich steigende Risikoaufschläge führen zu einem nur langsam, aber kontinuierlich steigenden Reformdruck. Der Staat hat somit Zeit für Korrekturen. Nationale Politiker werden dadurch weder in trügerische Sicherheit gewiegt, dass Reformen noch nicht erforderlich seien, noch plötzlich mit Zweifeln an der Schuldentragfähigkeit konfrontiert, die sie zu hastigen Gegenmaßnahmen zwingen, welche wiederum einen wirtschaftlichen Abschwung auslösen und damit erst recht die Schuldentragfähigkeit in Frage stellen würden.
  - (3) Wenn sich der Staat dem Referenzwert nähert, verteuern sich die Kredite auch für die Unternehmen und Konsumenten. Diese haben somit Zeit und Gelegenheit, spätestens zu den nächsten Wahlen, ihre Präferenzen gegenüber ihren Politikern kundzutun.
  - (4) Beseitigt werden die starken Anreize, eine Insolvenz möglichst lange hinauszuzögern und damit die Insolvenzkosten zu erhöhen.
- ▶ **Übergangsregelung für Euro-Staaten, deren Schuldenstand 2014 mehr als 75% des BIP betrug.** Der Schuldenschnitt wird erst ausgelöst bei einem Schuldenstand von 15 Prozentpunkten über dem Schuldenstand von 2014. In jedem weiteren Jahr sinkt der Übergangsreferenzwert um einen Prozentpunkt, bis er den Referenzwert von 90% erreicht.
- ▶ **F flankierende Unterbindung von Neuverschuldung über das Target-System.** Sinnvoll wäre ein kontinuierlicher Abbau der Target-Ungleichgewichte. Zumindest dürfen die Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten nicht weiter steigen. Dafür müssen neu entstehende Salden einmal im Jahr durch Übertragung handelbarer Wertpapieren ausgeglichen werden.
- ▶ **F flankierende (Teil-)Abschirmung der Staaten gegen die Insolvenz von Finanzinstituten.** Die von der EU beschlossenen Abwicklungsvorschriften sind sachgerecht: Die Kosten einer Bankenabwicklung tragen nun vorrangig die Eigentümer, Gläubiger, Einleger ab 100.000 Euro und die europäischen Banken, subsidiär die betroffenen Staaten; notfalls kann der ESM dem Staat ein Darlehen gewähren oder die Banken direkt rekapitalisieren. Zusätzlich sollte der ESM dem europäischen Bankenabwicklungsfonds Darlehen für die Rekapitalisierung der betroffenen Banken gewähren können.
- ▶ **F flankierende Abschirmung der Finanzinstitute gegen die Insolvenz von Staaten.** Staatsanleihen müssen mit Eigenkapital unterlegt werden; sonst sind die Folgen eines Schuldenschnitts zu dramatisch und der Schuldenschnitt wird unglaubwürdig. Das Volumen der von einem Finanzinstitut gehaltenen Staatsanleihen ist zu begrenzen.
- ▶ **Folgen für die derzeitigen Vorkehrungen zur Sicherung der Solvenz von Euro-Staaten.**
  - (1) Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist überflüssig und kann abgeschafft werden.
  - (2) Neben der direkten Bankenrekapitalisierung vergibt der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) nur noch Darlehen an Staaten oder an den Bankenabwicklungsfonds zur Rekapitalisierung von Banken. Die bisher üblichen klassischen Darlehen an Staaten zur Verhinderung von Staatsinsolvenzen sind nicht länger möglich.

## Inhaltsverzeichnis

<b>Kernpunkte</b> .....	<b>II</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>IV</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>1</b>
<b>2 Vorgehen in der Krise: eine Bestandsaufnahme</b> .....	<b>3</b>
2.1 Ursachen der Euro-Krise .....	3
2.2 Maßnahmen zur akuten Krisenlinderung .....	4
2.3 Maßnahmen zur Verhinderung zukünftiger Krisen.....	4
<b>3 Das meta-ökonomische Kardinalproblem der Euro-Zone</b> .....	<b>6</b>
<b>4 Eine Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Zone</b> .....	<b>8</b>
4.1 Die inhaltlichen Anforderungen.....	8
4.1.1 Das Vertrauen in die Geltung des Rechts muss wiederhergestellt werden.....	8
4.1.2 Haftung und Haftung müssen wieder zusammenfallen .....	9
4.1.3 Wähler und nationale Politiker müssen wieder selbst entscheiden können .....	12
4.1.4 Die Notwendigkeit von Reformen muss frühzeitig erkennbar sein .....	12
4.1.5 Die Staaten müssen gegen die Insolvenz von Finanzinstituten (teil-)abgeschirmt werden.....	12
4.1.6 Die Finanzinstitute müssen gegen die Insolvenz von Staaten abgeschirmt werden	13
4.1.7 Zusammenfassung der Anforderungen an die Staatsinsolvenzordnung der Euro-Zone.....	14
4.2 Das Kernelement: Frühzeitiger automatischer Schuldenschnitt.....	14
4.2.1 Zulassung von Staatsinsolvenzen .....	14
4.2.2 Verhinderung unkontrollierter, Durchsetzung kontrollierter Staatsinsolvenzen.....	14
4.2.3 Schuldenschnittregel.....	15
4.2.4 Definition und Höhe des Referenzwertes .....	16
4.2.5 Höhe des Schuldenschnitts.....	17
4.2.6 Automatischer Vollzug des Schuldenschnitts .....	18
4.2.7 Übergangsregelung.....	18
4.3 Flankierende Regelungen.....	21
4.3.1 Unterbindung von Neuverschuldung über das Target-System der EZB .....	21
4.3.2 (Teil-)Abschirmung der Staaten gegen die Insolvenz von Finanzinstituten .....	22
4.3.3 Abschirmung der Finanzinstitute gegen die Insolvenz von Staaten .....	24
4.4 Die Staatsinsolvenzordnung im Lichte der Anforderungen .....	25
<b>5 Juristische Umsetzung der Maßnahmen</b> .....	<b>27</b>
5.1 Änderungen des AEUV.....	27
5.2 Änderungen des ESM-Vertrags.....	32
5.3 Änderung der Vertragsbedingungen von Staatsschuldtiteln .....	33
<b>6 Zusammenfassung</b> .....	<b>35</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>37</b>

## 1 Einleitung

Die Euro-Zone befindet sich am Scheideweg. Ursprünglich konzipiert als eine Währungsunion, in der jedes Mitglied in kompletter Eigenverantwortung für die eigene Solidität einsteht, hat sie sich seit März 2010 grundlegend verändert. Der drohende Bankrott zunächst Griechenlands, kurz darauf auch Irlands und Portugals sowie die hoch problematischen Entwicklungen in weiteren Staaten Südeuropas haben zur Aussetzung des Bail-out-Verbots und zu beispiellosen Finanzhilfen und Garantieverprechen unter den Euro-Staaten geführt. Als Gegenleistung wurden Zusagen für konkrete Reformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit, für die Sanierung der Staatshaushalte und für die Restrukturierung des Finanzsektors eingefordert. In der Folge wurden zahlreiche Regeln vereinbart und Vorschriften erlassen, die sicherstellen sollen, dass solche Krisen zukünftig nicht mehr auftreten. Sie gelten für alle Euro-Staaten und verfolgen den Ansatz der zunehmenden wirtschaftspolitischen Koordinierung und der strengeren Überwachung der nationalen Haushalte.

Damit einher gehen Forderungen, die Währungsunion müsse sich nun endlich weiterentwickeln und eine politische oder fiskalische Union bilden. Offen scheint lediglich, wie eine solche Union zu gestalten sei. Vorschläge reichen von einer EU-Wirtschaftsregierung, die für Mindestlöhne, die Rentenpolitik, harmonisierte Steuern und Produktmärkte zuständig sein und koordinierte Strukturformen fördern soll<sup>1</sup>, über Durchgriffsrechte der EU-Kommission auf nationale Haushalte, gemeinsame Einlagensicherungssysteme, Eurobonds, eine EU-Arbeitslosenversicherung bis zu einem vollwertigen Euro-Parlament für die Länder der Euro-Zone. Anfang Juni haben der französische und der deutsche Wirtschaftsminister ein gemeinsames Konzept zur Weiterentwicklung der Währungsunion vorgestellt.<sup>2</sup> Das Konzept sieht u.a. die Einführung einer – nicht weiter konkretisierten – Insolvenzordnung für Euro-Staaten vor. Der jüngste Vorschlag zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion ist das am 22. Juni 2015 veröffentlichte Fünf-Präsidenten-Papier. Darin wird unter anderem die Einführung eines „Mechanismus zur Absorption wirtschaftlicher Erschütterungen“<sup>3</sup> gefordert. Ziel des Mechanismus soll es sein, schwere wirtschaftliche Schocks abzufedern.

Gleichzeitig nimmt jedoch der Widerstand der Staaten gegen die Eingriffe in die nationale Souveränität zu. So hat Griechenland das Anpassungsprogramm der Troika nur ansatzweise umgesetzt und die Zusammenarbeit mit der Troika zwischenzeitlich ganz aufgekündigt. Die französische Regierung ist nicht bereit, den französischen Haushalt an die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts anzupassen. Statt Sanktionen zu verhängen verlängert die Europäische Kommission die Anpassungsfristen ständig, indem sie die im Pakt enthaltenen Regeln unter größtmöglicher Flexibilität auslegt. In Deutschland werden Forderungen der Europäischen Kommission, Fehlanreize für Zweitverdiener abzuschaffen, konsequent ignoriert. Solche Eingriffe wären bei einer fiskalischen oder politischen Union jedoch an der Tagesordnung.

Bisher wird auf die mangelnde Bereitschaft der Euro-Staaten, die europäischen Reformauflagen und -empfehlungen umzusetzen, mit einer noch engeren wirtschaftspolitischen Koordinierung und fiskalischen Überwachung reagiert. Doch dies wird nicht dazu führen, dass die Euro-Staaten die europäischen Vorgaben zukünftig besser umsetzen. Dies gilt für die süd- und die nordeuropäischen Euro-Staaten gleichermaßen. Denn keine Regierung lässt sich gerne diktieren, was sie zu tun hat.

Außerdem werden die Reformauflagen und -empfehlungen der EU in vielen europäischen Staaten als unpassend für die eigene Wirtschaftspolitik angesehen. In den Euro-Staaten, die nicht davon

---

<sup>1</sup> Bundesregierung (2013).

<sup>2</sup> Vgl. Gabriel/Marcon (2015).

<sup>3</sup> Vgl. Juncker et al. (2015), S. 6.

betroffen sind, werden sie hingegen oft als nicht weitgehend genug empfunden. Vor diesem Hintergrund ist die Einführung einer politischen oder fiskalischen Union nicht nur politisch unrealistisch, sondern auch kontraproduktiv.

Hinzu kommen weitere Probleme: Die bestehenden Europäischen Verträge setzen weiteren Koordinierungsmaßnahmen enge Grenzen. Eine grundlegende – und zeitraubende – Überarbeitung der Verträge wäre unumgänglich. Auch berührt bereits ein partieller Verzicht auf die Haushaltsautonomie den Kern des souveränen Nationalstaats. Es stellen sich komplexe Folgefragen verfassungsrechtlicher Art. Kollisionen mit den Verfassungen diverser Mitgliedstaaten sind programmiert.

Bereits hier wird deutlich, dass der gegenwärtige Kurs zur Stabilisierung der Eurozone ein Irrweg ist. Statt mehr Koordinierung und Überwachung sollte den Euro-Staaten so viel Freiheit wie möglich gegeben werden. Dies setzt jedoch voraus, dass die Handlungen eines einzelnen Euro-Staates keine oder nur geringe Auswirkungen auf die restlichen Euro-Staaten haben. In der politischen Debatte wird immer wieder festgestellt, dass hierfür eine belastbare Staatsinsolvenzordnung erforderlich sei, die es bedauerlicherweise nicht gebe. Eine solche Ordnung wird in dieser Studie entwickelt.

Kapitel 2 geht kurz auf die Ursachen der Krise sowie die bisherigen politischen Maßnahmen zu ihrer Linderung und zur Vermeidung zukünftiger Krisen ein. Kapitel 3 widmet sich dem tieferliegenden meta-ökonomischen Kardinalproblem der Euro-Zone. In Kapitel 4 wird die Staatsinsolvenzordnung entwickelt.<sup>4</sup> Abschließend werden in Kapitel 5 die wesentlichen Änderungen, die zur juristischen Umsetzung der Maßnahmen erforderlich sind, aufgezeigt.

---

<sup>4</sup> Die vorliegende Arbeit ist die Weiterentwicklung von Vorschlägen der Autoren in der Studie „Eine nachhaltige Ordnung für den Euro“, die im Juni 2013 im Auftrag der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft erstellt worden war.

## 2 Vorgehen in der Krise: eine Bestandsaufnahme

Im Folgenden werden die Ursachen der gegenwärtigen Krise rekapituliert (2.1) sowie die Maßnahmen betrachtet, die auf europäischer Ebene getroffen wurden, um die akute Krise zu lindern (2.2) und zukünftige Krisen verhindern sollen (2.3).

### 2.1 Ursachen der Euro-Krise

Zu Hochzeiten der Krisen waren fünf der (damals) 17 Euro-Staaten – Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern – auf Finanzhilfen der europäischen Rettungsschirme angewiesen. Im Juni 2015 befinden sich von den mittlerweile 19 Euro-Staaten nur noch Griechenland und Zypern in ESM-Programmen. Bei allen Staaten hatten die Kapitalmarktakteure Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden. Die (nie in die Praxis umgesetzte) Ankündigung der Europäischen Zentralbank, notfalls in unbegrenzter Höhe Anleihen wankender Staaten zu kaufen ("OMT-Programm") und die im März 2015 initiierten Staatsanleihenkäufe durch die EZB ("Public Sector Purchase Programme") ändern weder an dem tatsächlichen Zustand dieser Staaten noch an den Zweifeln etwas, sondern erzeugen sowohl bei den nationalen Regierungen als auch bei den Kapitalmarktakteuren die Erwartung auf Hilfe von dritter Seite.

Die Ursachen, weshalb diese Staaten in eine solche Situation gerieten, sind von Staat zu Staat verschieden. Im Wesentlichen lässt sich die Euro-Krise auf drei Ursachen zurückführen, die bei den erwähnten Krisenstaaten unterschiedlich stark ausgeprägt sind.

Die erste Ursache sind **übermäßige öffentliche Defizite** zahlreicher Euro-Staaten. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der dies eigentlich verhindern sollte, war wirkungslos. Griechenland wies in den Jahren vom Beitritt zur Euro-Zone bis zum Ausbruch der Finanzkrise, d.h. zwischen 2001 und 2008, durchschnittlich ein öffentliches Defizit von 6,2% des BIP auf.<sup>5</sup> Gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt ist maximal ein Wert von 3% erlaubt. Eine immer höhere Staatsverschuldung führt zwangsläufig irgendwann dazu, dass die Schuldentragfähigkeit angezweifelt wird.

Die zweite – und noch grundsätzlichere – Ursache der Krise ist die **unterschiedliche Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit** zahlreicher Euro-Staaten. Eine wettbewerbsfähige Wirtschaft ist notwendig, da ein Staat zur Bedienung oder Tilgung seiner Schulden Steuern erheben muss. Verliert ein Land in einer Währungsunion – in der ein Ausgleich über Wechselkursanpassungen nicht möglich ist – an Wettbewerbsfähigkeit, sinkt damit auch die Wirtschaftskraft dieses Landes. Die Steuerbasis erodiert, die Schuldentragfähigkeit verringert sich. Zudem führt eine nachlassende Wettbewerbsfähigkeit zu einem Einbruch bei den Investitionen samt Kapitalflucht und / oder zu Leistungsbilanzdefiziten. Letztere müssen durch Nettokapitalimporte finanziert werden. Die im Ausland aufgenommenen Kredite können nur zurückgezahlt werden, wenn die Volkswirtschaft die Mittel dafür erwirtschaftet. Dies erfordert Leistungsbilanzüberschüsse. Auch durch diese divergierenden Entwicklungen wurde die Schuldentragfähigkeit der genannten Staaten strapaziert und in Frage gestellt.

Die dritte Krisenursache ist das Platzen erst einer Immobilienpreis- und dann, daraus folgend, einer **Kreditblase**. Dies hat zu massiven Verwerfungen im Finanzsektor geführt. Etliche Finanzinstitute standen unmittelbar vor der Insolvenz. Da der Bankrott insbesondere großer Finanzinstitute den Kollaps des gesamten Finanzsystems nach sich ziehen kann (Too-big-to-fail-Problematik), wurden sie mit öffentlichen Geldern gerettet oder abgewickelt. Zwischen Oktober 2008 und Oktober 2012

---

<sup>5</sup> Quelle: Eigene Berechnungen, Eurostat.

wurden EU-weit über 90 Finanzinstitute staatlich gestützt.<sup>6</sup> Dies hat die öffentlichen Haushalte jedoch so stark belastet, dass auch auf diesem Wege Zweifel an der Schuldentragfähigkeit der betroffenen Staaten aufkamen.

## 2.2 Maßnahmen zur akuten Krisenlinderung

Als wichtigstes Instrument zur Bekämpfung akuter Probleme setzen die Euro-Staaten auf die gegenseitige finanzielle Unterstützung. So wurden 2010 an Griechenland bilaterale Kredite vergeben und kurz darauf diverse weitere „**Rettungsschirme**“ geschaffen, über die die Garantien zwischen den Euro-Staaten gebündelt wurden. Hierzu zählten ab 2010 zunächst die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (am Ende 780 Mrd. Euro Garantien der Euro-Staaten), der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (68 Mrd. Euro aus EU-Mitteln) und Kreditzusagen des Internationalen Währungsfonds (250 Mrd. Euro).

Als Gegenleistung für Finanzhilfen wurden den betroffenen Staaten Reformen oktroyiert, deren konkrete Inhalte sie mit den „Institutionen“ (ehemals „Troika“), bestehend aus Europäischer Kommission, Europäischer Zentralbank (EZB) und Internationalem Währungsfonds (IWF), in detaillierten Programmen vereinbaren mussten.

2012 hat ein **Europäischer Stabilitätsmechanismus** (ESM) die beiden erstgenannten Fonds abgelöst. Sein Stammkapital beträgt 700 Mrd. Euro. Es setzt sich zusammen aus „eingezahlten Anteilen“ von 80 Mrd. Euro und „abrufbaren Anteilen“ von 620 Mrd. Euro.

Hinzu kamen **Rettungsbemühungen der Europäischen Zentralbank** (EZB), die parallel versucht hat, zur Linderung der akuten Krise beizutragen. Zum einen tat sie dies mit ihrer Geldpolitik, insbesondere über historisch niedrige Leitzinsen, über die Vollzuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften der EZB, wodurch den Geschäftsbanken Liquidität in unbegrenzter Höhe zu Verfügung steht, wenn sie die geforderten Sicherheiten hinterlegen, sowie über die Herabsetzung der Bonitätsansprüche an Wertpapiere, die bei Refinanzierungsgeschäften von Geschäftsbanken als Sicherheit bei der EZB hinterlegt werden müssen. Zum anderen tat sie es mit „unkonventionellen“ Maßnahmen, und zwar über die Emergency Liquidity Assistance (ELA), eine Notfall-Liquiditätshilfe der jeweiligen nationalen Notenbank an illiquide Geschäftsbanken, über das Securities Markets Programme (SMP), mit dem Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt bis zum 6. September 2012 direkt angekauft wurden, über das am 6. September 2012 von EZB-Präsident Mario Draghi angekündigte Outright Monetary Transactions Programme (OMT), mit dem die EZB bei Bedarf Staatsanleihen in unbegrenzter Höhe am Sekundärmarkt erwerben wird und über das "Public Sector Purchase Programme", bei dem die EZB seit März 2015 Staatsanleihen in Wert von 170 Mrd. € erworben hat.<sup>7</sup>

## 2.3 Maßnahmen zur Verhinderung zukünftiger Krisen

Neben den akuten Krisenmaßnahmen wurden auch Vereinbarungen getroffen, die die Entstehung zukünftiger Krisen verhindern sollen.

Erstens wurde der **Stabilitäts- und Wachstumspakt** verschärft, und zwar sowohl seine korrektive Komponente (Ex-post-Kontrolle) als auch seine präventive (Ex-ante-Kontrolle).

---

<sup>6</sup> EU-Kommission (2012a), S. 28.

<sup>7</sup> Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 12. Juni 2015, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/fs150616.de.html>; zuletzt abgerufen am 23.06.2015)

In der korrektiven Komponente wurden insbesondere die Sanktionsregeln verschärft: Sanktionen bei Verletzung des Pakts können nun früher und leichter verhängt werden. Die Sanktionstatbestände wurden ausgeweitet; so sind Sanktionen nicht mehr nur dann möglich, wenn das öffentliche Defizit die Drei-Prozent-Schwelle übersteigt, sondern auch, wenn der Schuldenstand 60% des BIP überschreitet und nicht ausreichend rückläufig ist. Die Hürde für den Rat, Sanktionsempfehlungen der Kommission abzulehnen oder zu ignorieren, wurde heraufgesetzt. Außerdem wurde die Überwachung von Euro-Staaten, die sich in einem Defizitverfahren befinden, intensiviert.

Die präventive Komponente wurde dadurch verschärft, dass die Euro-Staaten zukünftig jedes Jahr ihre Pläne für die nationalen Haushalte der drei folgenden Jahre und Entwürfe ihrer nationalen Haushaltsgesetze an die Kommission übermitteln müssen. Die EU-Kommission überprüft die Entwürfe und kann gegebenenfalls die Überarbeitung der Haushaltsplanung fordern. Erst danach sollen die nationalen Parlamente die Haushaltsgesetze verabschieden.

Zweitens wurde eine **makroökonomische Überwachung** eingeführt. Sie soll eine nachlassende internationale Wettbewerbsfähigkeit eines EU-Mitgliedstaats frühzeitig erkennen und den betroffenen Staat daraufhin zu Korrekturmaßnahmen anhalten. Zusätzlich sollen auch Risiken identifiziert werden, die sich aus Vermögenspreisblasen ergeben.

Drittens muss nunmehr der Rat eine Begründung abgeben, wenn er **länderspezifische Empfehlungen** – in denen die Kommission einmal im Jahr darlegt, welche Reformnotwendigkeiten in den einzelnen Ländern bestehen und wie Abhilfe geschaffen werden sollte – nicht für angebracht hält.

Viertens haben sich die EU-Mitgliedstaaten außer Tschechien und dem Vereinigten Königreich im **Fiskalpakt**<sup>8</sup> dazu verpflichtet, ihre nationalen Haushaltsvorschriften zu verschärfen, insbesondere eine Schuldenbremse im nationalen Recht, vorzugsweise mit Verfassungsrang, zu verankern.

Fünftens ist die „**Banken-Union**“ verabschiedet worden. In der Euro-Zone werden große Banken nunmehr von der Europäischen Zentralbank beaufsichtigt ("Single Supervisory Mechanism", SSM)<sup>9</sup>. Der zentrale Bankenabwicklungsmechanismus ("Single Resolution Mechanism", SRM)<sup>10</sup> soll die geordnete Abwicklung maroder Banken in der Euro-Zone ermöglichen. Um zu vermeiden, dass die Abwicklung von Banken Staaten in Refinanzierungsprobleme bringt, wurde für die Euro-Zone ein Bankenabwicklungsfonds ins Leben gerufen, dessen Mittel nach und nach vergemeinschaftet werden.

---

<sup>9</sup> Verordnung (EU) Nr. 1024/2013

<sup>10</sup> Verordnung (EU) Nr. 806/2014

### 3 Das meta-ökonomische Kardinalproblem der Euro-Zone

Die getroffenen Vereinbarungen zur Behebung der derzeitigen und zur Verhinderung zukünftiger Krisen besitzen vielfältige individuelle Schwächen und Unzulänglichkeiten<sup>11</sup>, auf die an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden kann und muss. Zentral ist allerdings: Sämtliche eingeführten Instrumente, die die Mitgliedstaaten zu Haushaltskonsolidierungen und wirtschaftspolitischen Reformen veranlassen sollen, weisen ein gemeinsames gravierendes Problem auf, welches auf absehbare Zeit auch nicht behebbar ist: Das ist der verbreitete Mangel an Bereitschaft in den Euro-Staaten – den südeuropäischen wie den nordeuropäischen –, auch tatsächlich entsprechend zu handeln. Dieser Mangel ist letztlich auf zwei Ursachen zurückzuführen:

Erstens fühlen sich die Einwohner und Politiker der Euro-Staaten fremdbestimmt. Besonders ausgeprägt war und ist dies in den „Programmländern“, die über die „Rettungsschirme“ Finanzhilfen von anderen Euro-Staaten nur gegen rigide Reformauflagen erhalten haben. Andererseits sind jene Staaten, die die Hilfen finanzieren, – wie jeder Gläubiger – bestrebt, einen möglichst großen Einfluss auf die Verwendung der Gelder zu haben, um die Wahrscheinlichkeit zu maximieren, dass die Hilfen zurückgezahlt werden können.

Das Gefühl der Fremdbestimmtheit ist aber nicht nur in den Ländern, die Finanzhilfen empfangen haben, anzutreffen, sondern auch in anderen, und zwar im Hinblick auf die europäischen Vorschriften zur Verhinderung zukünftiger Krisen. Dies gilt insbesondere für die Schärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die die Spielräume der nationalen Fiskalpolitik einschränkt, und für die Einführung der makroökonomischen Überwachung, die die Spielräume der nationalen Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik einschränkt. Zwar haben die Euro-Staaten den neuen Regeln formal zugestimmt. Hierbei ging es jedoch nur um einen allgemeinen, abstrakten Rahmen. Dessen Umsetzung und Ausfüllung obliegt der Europäischen Kommission, die eigenständig ein Defizitverfahren einleiten und länderspezifische Empfehlungen aussprechen kann. Wenn sie dies tut, fühlen sich Einwohner und Politiker in den adressierten Ländern von ihr rasch bevormundet.

Noch gravierender ist zweitens: Zwischen den Euro-Staaten besteht auch inhaltlich nicht Konsens, sondern Uneinigkeit darüber, wie zukünftige Krisen vermieden werden sollen. Zu unterschiedlich sind die Vorstellungen von „sachgerechter“ Fiskal-, Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik. Entsprechend stehen die Reformempfehlungen und haushaltspolitischen Empfehlungen der Kommission in vielen Fällen im Widerspruch zu der wirtschaftspolitischen Kultur und Tradition des jeweils adressierten Landes. Sie fordern daher zu teilweise radikalem Umdenken und fundamentalen Verhaltensänderungen auf. So ist Deutschland nicht bereit, die Inlandsnachfrage etwa durch höhere Löhne zu stimulieren, um seine Leistungsbilanzüberschüsse zu reduzieren.<sup>12</sup> In anderen Euro-Staaten stoßen hingegen Aufforderungen, den Arbeitsmarkt zu reformieren und den Haushalt zu konsolidieren, auf großes Unverständnis.

Beide Probleme – das Gefühl der Bevormundung und die unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Kulturen und Traditionen – kamen etwa zum Ausdruck in der Reaktion des französischen Staatspräsidenten François Hollande im Mai 2013 auf die länderspezifischen Empfehlungen der EU-Kommission für Frankreich: „Die EU-Kommission hat uns nicht zu diktieren, was wir zu machen

---

<sup>11</sup> Zu den Schwächen der Rettungsschirme siehe die cepAnalysen „Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)“ und „Reform der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)“. Zu den Schwächen des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie zur makroökonomischen Überwachung siehe die cepStudie „Kann der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt den Euro retten?“. Zu den Problemen des Fiskalpakts und des Euro-Plus-Pakts siehe die cepAnalyse „Fiskalpolitischer Korrekturmechanismus“ bzw. den cepStandpunkt „Freie Fahrt in die Schuldenunion“.

<sup>12</sup> Vgl. EU-Kommission (2012b), S. 6.

haben“.<sup>13</sup> Auch in Italien ist der vom seinerzeitigen Ministerpräsidenten Mario Monti 2012 eingeschlagene Reformkurs steckengeblieben und kommt bestenfalls schleppend voran. Sehr deutlich wird diese Problematik, wenn man die Verweigerungshaltung Griechenlands seit dem Regierungswechsel Anfang 2015 betrachtet.

Beide Ursachen – das Gefühl der Bevormundung und mehr noch die unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Kulturen und Traditionen – erzeugen in den Euro-Ländern Widerstand gegen Reformen. Mehr noch: Die Ursachen schaukeln sich gegenseitig hoch.

Beide Ursachen und ihre gegenseitige Verstärkung spielen überdies eine umso größere Rolle, je langwieriger die Anpassungsprozesse sind. Kurz laufende Reformprogramme können von einer frisch ins Amt gewählten Regierung mit solider Parlamentsmehrheit durchgesetzt werden, bevor die Bevölkerung sich zu nachhaltig wirkenden Protesten organisieren kann. Je länger sich aber ein Reformprozess hinzieht, umso mehr müssen die Politiker auf die Haltung der Bevölkerung Rücksicht nehmen, alleine schon, weil sie sich in regelmäßigen Abständen Wahlen stellen müssen. Selbst reformorientierte Politiker können und werden sich nicht über längere Zeit gegen die eigene Bevölkerung stellen.

Dieser Zeitaspekt ist kaum zu überschätzen, denn die fundamentalen Strukturreformen und Haushaltskonsolidierungen, zu denen viele Euro-Staaten aufgefordert werden, laufen über etliche Jahre und sind während dieser Zeit zwangsläufig mit starken Einschnitten für die Bevölkerung verbunden, was wiederum zu den angesprochenen steigenden Widerständen führt. Dies bedeutet: Je länger der Reformprozess dauert, desto schwieriger ist er durchzuführen.

Im Umkehrschluss gilt: Reformen können auf Dauer nur erfolgreich durchgeführt werden, wenn nicht nur in der Politik, sondern auch in der Bevölkerung – trotz aller Einschnitte – die Bereitschaft vorhanden ist, die fraglichen Maßnahmen mitzutragen. Gerade nach Übertragung nationaler Souveränitätsrechte auf eine supranationale Ebene – wie auf die EU – ist der Rückhalt in der Bevölkerung für die Befolgung gemeinsamer Regeln absolut notwendig, da die supranationale Institution diese Regeln auch gegen nationale Widerstände durchsetzen muss. Diesen Rückhalt haben die europäischen Haushalts- und Defizitvorschriften und hat die Europäische Kommission als deren Wächterin nie besessen.

Um die in der Bevölkerung und der nationalen Politik fehlende Bereitschaft zur Umsetzung von Reformen und Stabilitätsvorgaben zu kompensieren, wurde und wird versucht, diese Umsetzung durch die Androhung von Sanktionen zu erzwingen: Krisenstaaten, die ihr Anpassungsprogramm nicht umsetzen, wird mit einer Aussetzung der Finanzhilfen gedroht. Staaten, die die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht einhalten, müssen Strafzahlungen befürchten. Es ist jedoch nicht gelungen, die europäischen Vorgaben auf diese Weise durchzusetzen. Vielmehr scheut sich die Kommission, durchzugreifen. Stattdessen werden Fristen zur Korrektur eines übermäßigen Defizits immer wieder verlängert und Begriffe neu interpretiert.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Spiegel-online (2013), Wirtschafts- und Finanzkrise: Hollande verbittet sich Diktat aus Brüssel, 29.05.2013, online unter: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/krise-hollande-verbittet-sich-einmischung-aus-bruessel-a-902685.html>.

<sup>14</sup> So geschehen in der Mitteilung COM(2015) 12 Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact.

## 4 Eine Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Zone

Die Euro-Zone wird nur dann dauerhaften Bestand haben, wenn den Vorstellungen und Präferenzen der Politiker sowie der Bevölkerungen in den Mitgliedstaaten Rechnung getragen wird. Denn keine Euro-Rettungspolitik lässt sich über längere Zeit gegen deren explizite politische Ziele und Vorstellungen durchsetzen. Vier solche Anforderungen sind zu beachten:

- In den Euro-Staaten besteht aus den in Kapitel 3 genannten Gründen keine ausreichende Bereitschaft, sich von der EU oder anderen Euro-Staaten bevormunden zu lassen und oktroyierte Sanierungs- und Reformvorgaben umzusetzen.
- Gleichzeitig besteht in den Bevölkerungen vieler Euro-Länder weder eine Bereitschaft zu dauerhaften Transferzahlungen an andere Euro-Staaten noch zu einer Vergemeinschaftung der Risiken, sei es über Euro-Bonds oder über andere Instrumente.
- In der großen Mehrheit der Mitgliedstaaten der EU – wenn nicht in allen – besteht keine Bereitschaft, politische Zuständigkeiten, die einem souveränen Staat wesensinhärent sind, an die EU abzugeben, egal ob es die Arbeitsmarkt-, die Sozial- oder die Fiskalpolitik betrifft.
- Die Euro-Zone soll im jetzigen Zuschnitt erhalten bleiben. Alle europäischen und nationalen Akteure haben deutlich gemacht, dass sie den Austritt eines Landes aus dem Euro-Raum in jedem Fall verhindern möchten.

Diese vier politischen Vorstellungen miteinander zu vereinbaren scheint einer Quadratur des Kreises zu gleichen. Dennoch ist es möglich. Unverzichtbar dafür ist eine Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Staaten.

Im Folgenden wird eine solche Insolvenzordnung für den Euro-Raum entwickelt. Zunächst werden die inhaltlichen Anforderungen an eine belastbare Insolvenzordnung hergeleitet (4.1). Danach werden das Kernelement dieser Ordnung (4.2) sowie die notwendigen flankierenden Begleitregelungen (4.3) vorgestellt. Da die Einführung nicht ad hoc möglich ist, wird auch eine Übergangsregelung vorgeschlagen, mit der sich diese Ordnung gleichwohl implementieren lässt. Abschließend wird ein Überblick gegeben, wie sich die vorgeschlagene Staatsinsolvenzordnung zu den inhaltlichen Anforderungen verhält (4.4).

### 4.1 Die inhaltlichen Anforderungen

#### 4.1.1 Das Vertrauen in die Geltung des Rechts muss wiederhergestellt werden

Allem wirtschaftlichen Handeln wohnt Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung inne. Rechtsvorschriften können diese Unsicherheit reduzieren, da sie die Handlungsmöglichkeiten der Akteure bei Eintritt bestimmter Zustände einschränken.<sup>15</sup> Dies stabilisiert die Erwartungen aller Akteure und erhöht so deren Bereitschaft, langfristige Pläne zu verwirklichen.<sup>16</sup> Hierzu zählen beispielsweise der Aufbau von Ersparnis und die Durchführung einer Investition. Dies setzt jedoch voraus, dass die Rechtsvorschriften auch durchgesetzt werden, wenn die durch sie geregelten Zustände eintreten. Anderenfalls verlieren die Rechtsvorschriften ihre erwartungsstabilisierende Funktion.

Problematisch ist vor diesem Hintergrund der Bail-out zahlreicher Euro-Staaten, da Art. 125 AEUV verbietet, dass ein Mitgliedstaat für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaates haftet

<sup>15</sup> Vgl. Voßwinkel (2013), S. 54.

<sup>16</sup> Hieraus kann nicht die Forderung abgeleitet werden, möglichst viele Rechtsvorschriften zu erlassen.

oder für derartige Verbindlichkeiten eintritt.<sup>17</sup> Alle Akteure, die auf eine Einhaltung des Bail-out-Verbots vertraut hatten, wurden enttäuscht. Im Gegenzug wurden diejenigen belohnt, die auf einen Rechtsbruch spekuliert hatten. Dies hat dazu geführt, dass zukünftig die Gültigkeit auch anderer gesetzlicher Regelungen angezweifelt wird. Die nachträgliche Ergänzung des Art. 136 AEUV, die die Errichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus und mithin eines Bail-outs ermöglicht, ändert hieran nichts, da Rechtsvorschriften ihre erwartungsstabilisierende Funktion nur dann erfüllen können, wenn sie bekannt sind, bevor sie angewendet werden.<sup>18</sup> Der Glaube an Recht und Gesetz hat durch den Bruch des Bail-out-Verbots und die Ergänzung von Artikel 136 AEUV massiv gelitten. Die Folge hiervon ist, dass Akteure ihren Planungshorizont verkürzen, da die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung zugenommen hat. Die Bereitschaft zum Aufbau von Ersparnis und zur Durchführung von Investitionen hat abgenommen.

Die zahlreichen Verstöße gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt, die nicht geahndet wurden, haben in den Euro-Staaten maßgeblich zu der Erwartung beigetragen, dass sie sich nicht an die Regelordnung der Wirtschafts- und Währungsunion halten müssen. Auch die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts wird daran nichts ändern, da er zahlreiche Ausnahmen vorsieht, die eine Abweichung von den Vorgaben des Pakts gestatten. Ökonomisch sind diese Ausnahmen zwar sinnvoll, einige sogar unerlässlich. Politisch werden sie jedoch dazu führen, dass – sobald einem Euro-Staat eine Ausnahme gewährt wurde – andere Staaten diese ebenfalls für sich beanspruchen werden, auch wenn die dortigen ökonomischen Gegebenheiten es nicht rechtfertigen. Aufgrund politischer Rücksichtnahme wird sich dies nicht vermeiden lassen – umso weniger, als die Kommission und die übrigen Mitgliedstaaten in anderen Bereichen auf die Mitarbeit dieses Landes angewiesen sind.

Aus den beschriebenen Zusammenhängen und Entwicklungen lässt sich eine erste Anforderung an die Staatsinsolvenzordnung des Euro-Raums ableiten:

(1) Die Staatsinsolvenzordnung muss so ausgestaltet sein, dass ihre Durchsetzung glaubwürdig ist.

Bei Eintritt des verbindlich geregelten Insolvenzfalles müssen mit anderen Worten die verbindlich geregelten Rechtsfolgen auch tatsächlich durchgesetzt werden. Denn nur wenn die Akteure – Politiker wie Kapitalanleger – hiervon ausgehen, kann die Insolvenzordnung die mit ihr bezweckten Wirkungen entfalten.

#### **4.1.2 Handlung und Haftung müssen wieder zusammenfallen**

Durchsetzbare Rechtsvorschriften können sehr unterschiedlich ausgestaltet sein. Für die Euro-Zone bestehen beispielsweise die Möglichkeiten, entweder dem Bail-out-Verbot wieder Geltung zu verschaffen oder aber ganz auf dieses Verbot zu verzichten, so dass die Akteure zukünftig mit dem Bail-out eines insolventen Euro-Staates auch institutionell rechnen können.

Eine der Voraussetzungen dafür, dass die Akteure ihre individuellen Pläne ungehindert verfolgen und koordinieren können, ist das Haftungsprinzip. Das Haftungsprinzip ist erfüllt, wenn der Handelnde nicht nur den potentiellen Nutzen aus seiner Handlung zieht, sondern auch den potentiellen Schaden tragen muss.<sup>19</sup> Dies zwingt die Akteure dazu, sich genau zu überlegen, welche Risiken sie eingehen wollen. Wird dieses Prinzip, dass Handlung und Haftung zusammenfallen, außer Acht gelassen, werden Investitionen nicht mit größtmöglicher Sorgfalt ausgewählt.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> Vgl. Jeck/Van Roosebeke (2010).

<sup>18</sup> Vgl. Hayek (2003), S. 92.

<sup>19</sup> Vgl. Eucken (2004), S. 279f.

<sup>20</sup> Vgl. Eucken (2004), S. 280.

Durch den mehrfachen Bail-out maroder Euro-Staaten wurde das Haftungsprinzip weitgehend außer Kraft gesetzt. So wurden die Kapitalgeber, die die öffentlichen Defizite und die Leistungsbilanzdefizite einiger Euro-Staaten lange Zeit finanziert hatten, ohne die Risiken adäquat zu beachten, bisher kaum an den Kosten der Rettung beteiligt.

Der Bail-out Griechenlands von 2010 hat all jene Investoren und Anleger ungerechtfertigt belohnt, die Griechenland fälschlicherweise für solvent hielten oder die auf einen ebensolchen Bail-out spekulierten. Sie haben über viele Jahre von höheren Zinsen profitiert und konnten am Ende das Ausfallrisiko auf die Staatengemeinschaft abwälzen. Akteure hingegen, die die Solvenzentwicklung richtig vorhergesehen und gleichzeitig nicht auf einen Bail-out spekuliert hatten, wurden bestraft, da sie sich über Jahre mit einer geringeren Rendite zufrieden gegeben hatten.

Beim zweiten Bail-out Griechenlands von 2012 und beim Bail-out Zyperns von 2013 wurden private Akteure zwar ansatzweise zur Haftung herangezogen. Der Schuldenschnitt für griechische Staatsanleihen kam jedoch so spät, dass die Kapitalgeber genügend Zeit hatten, ihre Staatsanleihen abzustoßen und dadurch Verluste ganz oder teilweise auf die Steuerzahler abzuwälzen. Und die Beteiligung der privaten Akteure an der Stützung Zyperns fiel immer noch weit geringer aus als der entstandene Schaden, so dass auch hier die Steuerzahler für einen Teil des Schadens haften müssen.

Letzte Zweifel daran, dass das Haftungsprinzip nicht nur ausnahmsweise, sondern systematisch außer Kraft gesetzt worden ist, hat die EZB im September 2012 zerstreut, indem sie den unbeschränkten Ankauf von Staatsanleihen über das OMT-Programm angekündigt hat und entsprechende Ankäufe später mit dem "Public Sector Purchase Programme" auch vollzogen hat.

Das Auseinanderfallen von Handlung und Haftung führt zu Fehlanreizen zum einen bei den Kapitalanlegern, zum anderen bei den Wählern in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler:

Die Kapitalgeber stellen, wenn sie für ihr Verhalten nicht umfassend haften, kreditsuchenden Staaten auch künftig Kapital bereit, ohne die Risiken ausreichend zu berücksichtigen und entsprechend einzupreisen. Denn sie müssen zumindest nicht vollständig für Verluste aus leichtfertig vergebenen Krediten oder erworbenen Staatsanleihen einstehen. Die Aussetzung des Haftungsprinzips führt somit dazu, dass das Anlageverhalten der privaten Kapitalgeber eine effiziente Kapitalallokation verhindert. Für die Staaten führt dies dazu, dass ausländisches Kapital grundsätzlich weiter verfügbar ist, und zwar zu Zinskosten, die nicht dem Risiko der Kapitalanlage entsprechen. Dies senkt in den Reformdruck massiv und verstetigt dadurch die Problemlage.

Auch die Wähler werden wegen des Auseinanderfallens von Handlung und Haftung für die Folgen ihrer Wahlentscheidung nicht in vollem Umfang zur Verantwortung herangezogen. Letztlich ist es Aufgabe des Wählers, Politiker zu disziplinieren. Sie können Politiker, deren Wahlversprechen hohe öffentliche Defizite erwarten lassen, gar nicht erst wählen oder Politiker, die in ihrer Amtszeit hohe öffentliche Defizite erwirtschaften, abwählen. Das Gegenteil ist geschehen und geschieht weiter. So wurde 2009 in Griechenland mit Giorgios Papandreou ein Politiker ins Amt gewählt, der in seinem Wahlkampf mit der Behauptung warb: „Geld ist vorhanden.“<sup>21</sup> Für die Wähler war bereits vor der Wahl abzusehen, dass das öffentliche Defizit deutlich über 3% des BIP liegen würde; am Ende betrug es sogar 9,8% des BIP. Dennoch wählten sie Papandreou.

Besonders deutlich werden die Zusammenhänge am Fall Italiens. Als 2011 die Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen deutlich stiegen, war es plötzlich möglich, die Regierung Silvio Berlusconi, ihn eingeschlossen, aus dem Amt zu vertreiben und Mario Monti zum Ministerpräsidenten zu

---

<sup>21</sup> Handelsblatt (2012): Brüchige Stimme, ernüchternde Bilanz, vom 11. März 2012.

wählen – mit der expliziten Aufforderung, das Land zu reformieren. Reformen wurden in Angriff genommen. Sie kamen jedoch zum Erliegen, nachdem die EZB im September 2012 angekündigt hatte, unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen, woraufhin die Risikoaufschläge sanken. Nicht zu Unrecht haben sich die Wähler in Italien die Frage gestellt, warum man dann noch schmerzhaft Reformen durchführen müsse: In den Wahlen von 2013 erlitten Mario Monti und sein Reformprogramm eine vernichtende Niederlage. Zwar hat der im Februar 2014 vom Parlament ins Amt gewählte Ministerpräsident Mario Renzi erneut umfassende Reformen angekündigt. Aber auch diese sind zu großen Teilen steckengeblieben. Auch in Italien konnten die Wähler und Abgeordneten darauf vertrauen, dass sie für die Folgen ihrer Wahlentscheidungen nicht haften müssen.

Dadurch, dass die Kapitalgeber und die Wähler aus ihrer Haftung entlassen wurden, sinken auch für die Politiker die Anreize, auf einen soliden Haushalt zu achten und realwirtschaftliche Reformen durchzuführen. Um dem zu begegnen, mussten sich zwar die Euro-Staaten, die Finanzhilfen erhalten, zu Reformen verpflichten. Das konnte und kann jedoch nichts an der entstandenen Erwartung ändern, dass auch in Zukunft in ähnlichen Fällen das Haftungsprinzip ausgesetzt wird. Um diese Erwartung zu zerstreuen, wurden seit 2010 zahlreiche politische Koordinierungsmaßnahmen beschlossen, die insbesondere auch die Botschaft beinhalten sollen, dass eine erneute Aussetzung des Haftungsprinzips gar nicht mehr erforderlich sein werde, weil alle Staaten in Zukunft notwendige Reformen angehen würden, bevor es zu einer weiteren Krise kommt. Diese Erwartung trägt jedoch, denn die Bereitschaft, von außen vorgegebene Reformen durchzuführen, ist in den Euro-Staaten aus den beschriebenen Gründen nicht ausreichend ausgeprägt. Entsprechend ist es zweifelhaft, dass beispielsweise der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt und die makroökonomische Überwachung tatsächlich ernst genommen werden.

Vielmehr werden Haushaltskonsolidierung und realwirtschaftliche Reformen nur bei steigenden Refinanzierungskosten durchgeführt. Die beschriebene Entwicklung in Italien bestätigt dies eindrucksvoll: Umfassende Spar- und Reformanstrengungen wurden erst eingeleitet, als 2011 im Zuge der Euro-Krise die Refinanzierungskosten für den italienischen Staat anstiegen. In der vorherigen politischen Koordinierung waren Aufforderungen der Europäischen Kommission, anderer Mitgliedstaaten und auch der EZB folgenlos verhallt. Und sogleich nachdem die EZB angekündigt hatte, im Notfall unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, was für Italien unmittelbar zu sinkenden Refinanzierungskosten führte, ist der Spar- und Reformeißer wieder erlahmt.

Politische Koordinierung kann folglich die disziplinierende Wirkung des Marktes nicht ersetzen. Für diese Wirkung ist wiederum das Haftungsprinzip unverzichtbar. Die Kapitalanleger und Wähler werden den entsprechenden Druck zu Reformen und Haushaltskonsolidierung nur dann aufbauen, wenn sie bei Insolvenz des Staates haften müssen. Die weitere Ignorierung des Haftungsprinzips dagegen führt sowohl bei den privaten Kapitalgebern als auch bei den Wählern und politischen Akteuren zu einer erhöhten Risikobereitschaft und begünstigt mithin die Entstehung einer erneuten Krise.

Hieraus lässt sich die zweite Anforderung für die Staatsinsolvenzordnung ableiten:

(2) Die Staatsinsolvenzordnung muss so ausgestaltet sein, dass sowohl die Kapitalanleger als auch die Wähler in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler für staatliche Solvenzprobleme haften.

#### 4.1.3 Wähler und nationale Politiker müssen wieder selbst entscheiden können

Das Kardinalproblem in der Euro-Zone ist ein meta-ökonomisches<sup>22</sup>: Zum einen empfinden die Politiker und Einwohner der einzelnen Länder von außen kommende Vorgaben für die nationale Politik als Bevormundung. Zum anderen besteht aufgrund der verschiedenen wirtschaftspolitischen Kulturen und Traditionen kein Konsens zwischen den Euro-Staaten darüber, welche Maßnahmen zur Lösung der aktuellen Krise und zur Verhinderung zukünftiger Krisen zu ergreifen sind. Reformen und Haushaltskonsolidierung lassen sich jedoch nur dann durchsetzen, wenn die Bevölkerung von der Notwendigkeit dieser Maßnahmen überzeugt ist.

Hier fällt besonders ins Gewicht, dass die Empfehlungen und Vorgaben der Kommission oft unnötig detailliert sind. Es kommt für die Überlebensfähigkeit des Euros nur darauf an, *dass* das der Schuldenstand jedes Euro-Staates tragfähig ist und *dass* die jeweilige Volkswirtschaft prosperiert. *Wie* dies erreicht wird, ist egal. Es sollte daher dem betroffenen Staat überlassen bleiben, ob er die Neuverschuldung reduzieren will, indem er die Steuern erhöht oder die Ausgaben senkt oder das Wirtschaftswachstum stimuliert. Und es sollte ihm überlassen bleiben, ob er für eine hohe Wettbewerbsfähigkeit sorgen will, indem er die Arbeitsmärkte dereguliert oder die Lohnnebenkosten senkt oder Zukunftsbranchen fördert.

Hieraus leitet sich die dritte Anforderung ab:

(3) Die Staatsinsolvenzordnung muss so ausgestaltet sein, dass jedes Land Gegenstand, Zeitpunkt, Art und Umfang der Reformen selbst bestimmen kann.

#### 4.1.4 Die Notwendigkeit von Reformen muss frühzeitig erkennbar sein

Der inhaltliche und zeitliche Spielraum für verschiedene Reformoptionen besteht nur, wenn entstehender Reformbedarf frühzeitig erkannt wird. Ein wesentliches Problem der Finanz- und Euro-Krise war, dass sich die Ereignisse überstürzten. So hatte sich die im Frühjahr 2010 faktisch eingetretene Insolvenz Griechenlands nicht etwa über Jahre abgezeichnet, sondern wurde innerhalb weniger Monate, wenn nicht gar Wochen akut.

Mit der frühzeitigen Erkennung von Reformbedarf wird auch der Gefahr eines Flächenbrandes vorgebeugt, der in der Euro-Krise drohte: Wenn bei mehreren Euro-Staaten die Schuldentragfähigkeit zweifelhaft ist, kann die Insolvenz eines Landes auf andere übergreifen. Nicht zuletzt war es diese Sorge vor gegenseitiger Ansteckung, die zu der Bail-out-Politik ab 2010 geführt hat.

Hieraus leitet sich die vierte Anforderung ab:

(4) Die Staatsinsolvenzordnung muss so ausgestaltet sein, dass Entwicklungen, die die Solvenz des Staates bedrohen, frühzeitig offengelegt werden.

#### 4.1.5 Die Staaten müssen gegen die Insolvenz von Finanzinstituten (teil-)abgeschirmt werden

In der Finanzkrise haben viele Euro-Staaten große einheimische Finanzinstitute aufgrund ihrer Systemrelevanz (Too-big-to-fail-Problematik) mit Kapitalspritzen am Leben erhalten. Denn die Insolvenz solcher Finanzinstitute kann aufgrund der engen Kreditverflechtungen die Insolvenz weiterer Finanzinstitute nach sich ziehen. Im schlimmsten Fall kann dies zum Zusammenbruch des

---

<sup>22</sup> S. Kapitel 3.

gesamten Finanzsystems des Landes führen. Die Kreditversorgung der Unternehmen würde nicht mehr funktionieren, Löhne und Gehälter könnten nicht mehr ausgezahlt werden. Letztlich müssten Kapitalverkehrskontrollen eingerichtet werden. Um dies zu verhindern, muss der Staat die betroffenen Finanzinstitute mit Staatshilfen vor dem Zusammenbruch bewahren. Wenn die Summen, die zur Rettung solcher Finanzinstitute erforderlich sind, jedoch so groß sind, dass sie die Staaten überfordern, droht – wie in den Fällen Irlands, Spaniens und Zyperns – auch diesen die Insolvenz. Allerdings: Alle Euro-Staaten verfügen nach wie vor über eine Reihe von Möglichkeiten wirtschafts- und finanzpolitischer Art, die Größe und Risikosensitivität des heimischen Finanzsektors maßgeblich zu beeinflussen. Aus anreiztechnischen Gründen wäre es daher nicht zielführend, Staaten völlig von den Kosten abzuschirmen, die durch Bankinsolvenzen verursacht werden.

Aus diesen Zusammenhängen ergibt sich die fünfte Anforderung:

(5) Die Staatsinsolvenzordnung muss so ausgestaltet sein, dass Schieflagen im Finanzsektor in der Regel die Staatssolvenz nicht bedrohen können.

#### **4.1.6 Die Finanzinstitute müssen gegen die Insolvenz von Staaten abgeschirmt werden**

In der Finanzkrise und der damit einhergehenden Rezession haben sich alle Euro-Staaten massiv neu verschuldet. Dies hat letztlich dazu geführt, dass die Solvenz der südeuropäischen Staaten und Irlands in Frage gestellt wurde. Großgläubiger waren Finanzinstitute, vor allem Banken und Versicherungen, und zwar nicht nur im jeweiligen Inland. Betroffen war die Mehrzahl der Finanzinstitute in der gesamten Euro-Zone.

Es bestand daher die Angst, dass die Insolvenz eines Euro-Staates die Existenz von Finanzinstituten auch in den anderen Euro-Staaten gefährden würde. Wenn ausländische Banken oder Versicherungen durch eine Staatsinsolvenz auf ihre Staatsanleihen so große Abschreibungen vornehmen müssen, dass dadurch ihr Eigenkapital aufgezehrt wird, ist auch ihre Insolvenz unabwendbar. Teilweise war dies in Zypern zu beobachten: Die zyprischen Banken mussten aufgrund des Schuldenschnitts in Griechenland so große Verluste hinnehmen, dass sie insolvent wurden.<sup>23</sup>

Wenn die davon betroffenen ausländischen Finanzinstitute systemrelevant sind, droht der beschriebene Zusammenbruch des gesamten Finanzsystems auch in anderen als dem insolventen Euro-Staat. Um dies zu vermeiden, müssen auch diese Banken staatlich gerettet werden. Die Rettung systemrelevanter Banken kann jedoch schnell die Möglichkeiten der betroffenen Staaten überschreiten. In diesem Fall droht der Staatsbankrott in weiteren Euro-Staaten.

Hieraus lässt sich die sechste Anforderung ableiten:

(6) Die Staatsinsolvenzordnung muss so ausgestaltet sein, dass die Insolvenz eines Staates für die Finanzinstitute verkraftbar ist.

---

<sup>23</sup> Daneben spielten Misswirtschaft, Korruption und ein laxer Aufsicht eine entscheidende Rolle.

### **4.1.7 Zusammenfassung der Anforderungen an die Staatsinsolvenzordnung der Euro-Zone**

Die Staatsinsolvenzordnung muss so ausgestaltet sein, dass

- (1) ihre Durchsetzung glaubwürdig ist,
- (2) sowohl die Kapitalanleger als auch die Wähler in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler für staatliche Solvenzprobleme haften,
- (3) jedes Land Gegenstand, Zeitpunkt, Art und Umfang der Reformen selbst bestimmen kann,
- (4) Entwicklungen, die die Solvenz eines Staates bedrohen, frühzeitig offengelegt werden,
- (5) Schieflagen im Finanzsektor die Staatssolvenz nicht bedrohen können und
- (6) die Insolvenz eines Staates für die Finanzinstitute verkraftbar ist.

## **4.2 Das Kernelement: Frühzeitiger automatischer Schuldenschnitt**

### **4.2.1 Zulassung von Staatsinsolvenzen**

Das Haftungsprinzip impliziert die Möglichkeit – und die Notwendigkeit –, dass Euro-Staaten insolvent werden können und dass die Kosten einer solchen Insolvenz allein von den Verantwortlichen zu tragen sind. Das sind zum einen die Kapitalgeber, die ihre Anlageentscheidung, dem betroffenen Staat Geld in Form von Krediten oder Staatsanleihenkäufen zu leihen, in eigener Verantwortung getroffen haben. Es ist zum anderen die inländische Bevölkerung in ihrer Eigenschaft als Wähler und Steuerzahler, denn sie ist Prinzipal der nationalen Politiker, welche die Überschuldung zugelassen oder gar herbeigeführt haben. Eine Verhinderung oder Verschleppung einer Staatsinsolvenz durch Finanzhilfen anderer Euro-Staaten kann und darf es bei Geltung des Haftungsprinzips also nicht mehr geben.

### **4.2.2 Verhinderung unkontrollierter, Durchsetzung kontrollierter Staatsinsolvenzen**

Das Ausmaß der Schulden- und Euro-Krise ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass 2010 die unmittelbar bevorstehenden Insolvenzen – zuerst Griechenlands, dann auch anderer Staaten – viel zu spät erkannt wurden.

Dies lag insbesondere daran, dass die Schuldentragfähigkeit eines Landes nicht exakt bestimmbar ist. Zu viele Faktoren wirken darauf ein: das Potentialwachstum des Bruttoinlandsprodukts, die Steuerkraft, das Privatvermögen, die Wettbewerbsfähigkeit, der Leistungsbilanzsaldo und anderes mehr. Dennoch bilden die Kapitalanleger Erwartungen über die maximale Schuldentragfähigkeit eines Landes, um so die Ausfallwahrscheinlichkeit und mithin einen risikoadäquaten Zins bestimmen zu können. Dabei berücksichtigen sie nicht zuletzt auch Erwartungen über die weitere Entwicklung der genannten Faktoren. Im Fall Griechenlands haben viele Kapitalanleger plötzlich ihre Erwartungen nach unten korrigiert, nachdem die Finanzkrise zu einem starken Anstieg der Neuverschuldung geführt hatte und die neu gewählte griechische Regierung publik gemacht hatte, dass die veröffentlichten Haushaltsstatistiken jahrelang massiv geschönt worden waren. Dadurch stieg das Ausfallrisiko sprunghaft an. Dies veranlasste viele Kapitalanleger, ihre griechischen Staatsanleihen zu verkaufen und von dem Erwerb neuer Anleihen Abstand zuzunehmen. Dies führte zu erheblich höheren Zinsen für neue Schulden. Da auch steigende Zinsen die maximal tragfähige

Schuldenlast senken, stieg das Ausfallrisiko weiter an. Diese Entwicklung setzte sich so lange fort, bis Griechenland tatsächlich vor der Insolvenz stand.

Dies zeigt deutlich, dass die Erwartungshaltung der internationalen Kapitalgeber von essentieller Bedeutung ist: Solange diese ihre Erwartungen über die Solvenz eines Staates nicht ändern und ihm somit weiter Kredit gewähren, kann er seine fälligen Schulden bedienen. Die Unkenntnis über zukünftige Entwicklung des Potentialwachstum, der Steuerkraft und der Wettbewerbsfähigkeit führt bei den Investoren zu Unsicherheit über die maximale Schuldentragfähigkeit. Aus dieser Unsicherheit können Herdenreaktionen („Panikverkäufe“) und Dominoeffekte in anderen Staaten („Ansteckungen“) entstehen. Wenn einige Großinvestoren die Staatsanleihen eines Landes in kurzer Zeit abstoßen, weil sie ihre Erwartungen geändert haben, werden andere Anleger diese Anlagen ebenfalls abstoßen. Zudem steigt parallel die Sorge, dass auch andere Länder in die Insolvenz abgleiten könnten, so dass auch die Anleihen dieser Staaten abgestoßen werden. Beides ist umso wahrscheinlicher, je näher sich ein Staat der von den Kapitalanlegern vermuteten maximalen Schuldentragfähigkeit nähert. Angesichts dieser Zusammenhänge drohte 2010 eine **unkontrollierte Insolvenz**, deren Auswirkungen – so befürchtete man – nicht absehbar und damit auch nicht beherrschbar seien.

Diese Gefahr einer unkontrollierten Insolvenz war ein wesentliches Motiv für die Euro-Staaten, mit Verstößen gegen das Bail-out-Verbot im März 2010 Griechenland zu stützen und im Mai 2010 die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität ins Leben zu rufen, mit der dann auch Irland und Portugal über Wasser gehalten wurden. Die Gefahr einer unkontrollierten Insolvenz war mit anderen Worten maßgebliche Ursache dafür, dass gegen das geltende Recht der Europäischen Verträge verstoßen und das Haftungsprinzip außer Kraft gesetzt wurde: Die Politiker wählten den Weg des – zumindest kurzfristig – geringeren Risikos.<sup>24</sup> Diese Strategie ist nachvollziehbar. Und der Glaube, dass die Politik in Zukunft in einer ähnlich gelagerten Situation anders handeln würde, ist weltfremd.

Daraus folgt im Umkehrschluss: Wenn die Einhaltung geltenden Rechts und wenn das Haftungsprinzip wieder zu Pfeilern der europäischen Rechtsordnung werden sollen, muss den handelnden Politikern die Angst vor einer unkontrollierten Insolvenz genommen werden.

Dies ist nur möglich, indem ein Staat in eine **kontrollierte Insolvenz** geht, bevor ihn eine unkontrollierte ereilt. Die hier entwickelte Staatsinsolvenzordnung erfordert daher als Kernelement einen Schuldenschnitt zu einem Zeitpunkt, der deutlich vor dem Zeitpunkt liegt, in dem die Schuldentragfähigkeit nicht mehr gegeben ist.

Dies führt dazu, dass ein Land auf Erwartungsänderungen der Kapitalmarktakteure nur zu einem relativ geringen Anstieg der Zinsen führen, da das Ausfallrisiko nur geringfügig steigt. Das wiederum dämpft Herdenreaktionen und Dominoeffekte, verhindert sie im Idealfall sogar ganz.

### 4.2.3 Schuldenschnittregel

Wir schlagen vor, dass ein allgemein gültiger, fester Referenzwert festgelegt wird, bei dem, wenn er erreicht wird, ein Schuldenschnitt ausgelöst wird.<sup>25</sup> Dies hat vier wesentliche Vorzüge.

Erstens können die Kapitalanleger dadurch leichter Erwartungen über das Risiko bilden, durch den Schuldenschnitt einen Teil ihres Geldes zu verlieren. Plötzliche Änderungen der Risikoeinschätzung und die damit einhergehenden schlagartigen Zinsanstiege werden einem sukzessiven Anstieg der

---

<sup>24</sup> Hinzu kam die Befürchtung, dass ein insolventes Griechenland die Euro-Zone verlassen hätte, was viele Politiker aus integrationspolitischen Erwägungen verhindern wollten.

<sup>25</sup> Vgl. Eichengreen (2011).

Risikoaufschläge auf den Zins weichen, wenn sich der betroffene Staat dem Referenzwert nähert. Psychologisch bedingte „Panikverkäufe“ und „Ansteckungen“ anderer Euro-Staaten unterbleiben.

Zweitens führen allmählich ansteigende Risikoaufschläge zu einem langsam, aber kontinuierlich steigenden Druck auf die Staaten, ihre öffentlichen Haushalte in den Griff zu bekommen. Der Staat hat somit auch ausreichend Zeit, Korrekturmaßnahmen zu ergreifen. Nationale Politiker werden dadurch weder in trügerische Sicherheit gewiegt, dass die Haushaltskonsolidierung vorläufig noch nicht erforderlich sei, noch werden sie von heute auf morgen mit Zweifeln an der Schuldentragfähigkeit ihres Landes konfrontiert, die sie zu hastigen Gegenmaßnahmen zwingen, welche wiederum das Land in den wirtschaftlichen Abschwung und damit erst recht in die Erosion der Schuldentragfähigkeit treiben. Diese Zusammenhänge haben die Euro-Staaten, die zu harten Haushaltskonsolidierungen gezwungen worden sind, in den vergangenen Jahren immer wieder unter dem Schlagwort „negative Auswirkungen von Austeritätspolitik“ vorgetragen.

Drittens kann auch die Bevölkerung eines jeden Landes klare Erwartungen bilden. Wenn sich der Staat dem Referenzwert nähert, verteuert sich die Kreditfinanzierung aus dem Ausland nicht nur für ihn, sondern auch für die Unternehmen und Konsumenten. Diese haben somit ausreichend Zeit und Gelegenheit, spätestens zu den nächsten Wahlen, ihre Präferenzen gegenüber den nationalen Politikern kundzutun und gegebenenfalls einen Politikwechsel zu fordern. Unternehmen und Bürger, die selbst Staatsanleihen halten, haben sogar einen noch stärkeren Anreiz dazu.

Viertens unterbindet die vorgeschlagene Schuldenschnittregel eine Entwicklung, die im Vorfeld von Staatsinsolvenzen immer wieder zu beobachten ist: Staaten haben, ähnlich wie Unternehmen, starke Anreize, eine Insolvenz möglichst lange hinauszuzögern, letztlich bis zu dem Zeitpunkt, zu dem der Verlust der Schuldentragfähigkeit evident wird.<sup>26</sup> Man scheut die Kosten, die mit einer Insolvenz einhergehen, und den auch persönlichen Ansehensverlust, der bis zum Verlust des politischen Amtes führen kann. Bei einer verschleppten Insolvenz aber sind die Kosten sowohl für den Schuldner als auch für die Gläubiger höher als eigentlich notwendig.

Da die Grenze der Schuldentragfähigkeit eines Staates im Voraus nicht exakt bestimmt werden kann, ist es unverzichtbar, dass der Referenzwert in jedem Fall unter der – unbekanntenen – Tragfähigkeitsgrenze liegt. Zwar kann dies dazu führen, dass ein sich der Grenze nähernder Staat eine Investition mangels Spielraums zur Neuverschuldung nicht durchführt, um ein Überschreiten des Wertes oder auch nur einen Anstieg des Risikoaufschlags auf den zu zahlenden Zins zu verhindern. Die zuvor beschriebenen Vorteile überwiegen diesen Nachteil jedoch deutlich. Zudem hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass die Politik schuldenfinanzierte Investitionen häufig und gerne als Ausrede missbraucht, um die staatlichen Ausgaben zu erhöhen. Im Verlauf der Krise wurde deutlich, dass viele staatliche Infrastrukturinvestitionen in Europa Fehlinvestitionen waren.

#### 4.2.4 Definition und Höhe des Referenzwertes

Wir schlagen vor, dass der Referenzwert, bei dem ein Schuldenschnitt zwingend durchzuführen ist, definiert wird über das **Verhältnis zwischen dem Gesamtschuldenstand der öffentlichen Hand und dem Bruttoinlandsprodukt (BIP)**. Wir schlagen ebenfalls vor, dass der Referenzwert **90%** beträgt. Danach ist ein Schuldenschnitt durchzuführen, sobald die Verschuldung eines Euro-Staates die Grenze von 90% des BIP erreicht.

Für diesen Wert sprechen zwei Gründe: Erstens ist ein Schuldenstand von 90% des BIP für alle Euro-Staaten tragfähig. Es besteht somit nicht die Gefahr, dass es vorher zu einer Insolvenz kommt.

---

<sup>26</sup> Vgl. Krueger (2002).

Zweitens liegt der vorgeschlagene Referenzwert deutlich über dem vom Stabilitäts- und Wachstumspakt erlaubten Wert von 60%. Dies verschafft dem betroffenen Staat bei Überschreiten der 60%-Schwelle einen ausreichend großen Puffer, um seinen Schuldenstand zu senken, ohne mit einem deutlichen Anstieg des Risikozinsaufschlags rechnen zu müssen, wie er bei einem Referenzwert von etwa 70% sicherlich erfolgen würde.

Für Euro-Staaten mit einem föderalen Staatsaufbau, in dem die einzelnen Gebietskörperschaften nicht für die Schulden anderer Gebietskörperschaften haften, sollten Körperschaften mit einem geringen Schuldenstand nicht zu einem Schuldenschnitt gezwungen werden müssen, wenn andere Gebietskörperschaften sich hoch verschuldet haben und daher das Land insgesamt die 90%-Schwelle überschreitet. Daher sollte die gesamtschuldnerische Haftung in solchen Fällen auch bei einem Schuldenschnitt ausgeschlossen sein können. Dies muss allerdings von vornherein und auf Dauer feststehen. In solchen Fällen kommt auch eine angepasste Bezugsgröße, z.B. das nach Regionen differenzierte BIP, in Betracht.

Die Feststellung, dass ein Euro-Staat den Referenzwert erreicht hat, muss eine unabhängige Institution außerhalb des betroffenen Staates treffen. Hierfür bietet sich die Europäische Kommission an. Die Prüfung sollte einmal pro Jahr stattfinden.

#### 4.2.5 Höhe des Schuldenschnitts

Wir schlagen vor, dass das Erreichen des Referenzwertes einen Schuldenschnitt in Höhe von **10% der Gesamtverschuldung** auslöst. Der Schuldenstand eines Staates beläuft sich nach einem Schuldenschnitt also auf 81% des BIP.

Dies hat folgenden Grund: Die Höhe des Schuldenschnitts ist so festzulegen, dass die ökonomischen Verwerfungen, die er auslöst, möglichst klein gehalten werden.

Einerseits muss er so gering sein, dass der aus ihm resultierende Verlust und der entsprechende Abschreibungsbedarf die Kapitalanleger nicht übermäßig belasten. Insbesondere ist darauf zu achten, dass Finanzinstitute, allen voran Banken und Versicherungen, durch den Schuldenschnitt nicht an den Rand der eigenen Insolvenz getrieben werden. Zudem sind in dem Land, das einen Schuldenschnitt durchführt, die ökonomischen Verwerfungen, die mit diesem einhergehen, um so geringer, je kleiner er ausfällt. Beides ist auch deshalb sehr wichtig, weil es die Glaubwürdigkeit der Schuldenschnittregel insgesamt erhöht: Wenn die Solvenz der Finanzinstitute durch den Schuldenschnitt nicht gefährdet wird und die ökonomischen Verwerfungen überschaubar sind, müssen die Kapitalanleger damit rechnen, dass der Schuldenschnitt auch tatsächlich ausgeführt wird. Diese Glaubwürdigkeit ist Voraussetzung dafür, dass die Kapitalanleger die Zinsen bei steigender Verschuldung anheben und dadurch die Politiker des betroffenen Landes zum Gegensteuern veranlassen.

Andererseits muss der Schuldenschnitt so hoch sein, dass die Kapitalgeber keinen weiteren Schuldenschnitt in absehbarer Zeit befürchten müssen. Denn dies würden Kapitalgeber antizipieren, wodurch es Staaten unmöglich wäre, die Restschulden abzulösen.

Ein Schuldenschnitt in Höhe von 10% trägt beiden Aspekten Rechnung.

Um die Refinanzierung nach einem Schuldenschnitt zu erleichtern, könnten neue Kredite für einen bestimmten Zeitraum, z.B. zwei Jahre, von einem erneuten Schuldenschnitt ausgenommen werden. Freilich besteht dadurch die Gefahr, dass die strikte Regelbindung der Insolvenz-Ordnung aufgeweicht wird.

Grundsätzlich ist es möglich, wenn auch unwahrscheinlich, dass eine Anleihe mehrmals von einem Schuldenschnitt betroffen ist. Dies ist dann der Fall, wenn der Referenzwert nach erfolgtem Schuldenschnitt während der Laufzeit der Anleihe erneut erreicht wird.

#### **4.2.6 Automatischer Vollzug des Schuldenschnitts**

Der Schuldenschnitt muss zwingend sein und deshalb automatisch erfolgen. Dies ist essentiell, da es bei Erreichen des Referenzwertes sowohl für die Gläubiger als auch für den betroffenen Staat starke Anreize gibt, einen Schuldenschnitt hinauszuzögern oder sogar auf ihn zu verzichten: Die Gläubiger müssen zunächst weniger Abschreibungen vornehmen. Der Staat möchte die höheren Refinanzierungskosten vermeiden, die mit großer Wahrscheinlichkeit auf einen Schuldenschnitt folgen.

Diese beidseitige Anreizproblematik gewinnt dadurch besondere Brisanz, dass die Schuldenschnittregel einen Schuldenschnitt deutlich unter der Schuldentragfähigkeitsgrenze verlangt. Eine Hinauszögerung des Schuldenschnitts hätte daher zunächst keine unmittelbaren gravierenden Folgen. Sie könnte sogar im Gegenteil dazu führen, dass die Risikoaufschläge kurzfristig vorübergehend sinken.

Der Automatismus ist vor diesem Hintergrund aus zwei Gründen unverzichtbar. Erstens führt eine Hinauszögerung des Schuldenschnitts mittelfristig zu einem Anstieg der Insolvenzkosten – sowohl bei den Gläubigern als auch bei dem betroffenen Staat. Dies bewirkt, dass die Widerstände gegen einen Schuldenschnitt immer weiter ansteigen. Aus einer Hinauszögerung droht dann ein Verzicht zu werden.

Zweitens und vor allem steht und fällt die vorgeschlagene Staatsinsolvenzordnung mit der Glaubwürdigkeit ihrer Durchsetzung. Wenn die Kapitalanleger darauf spekulieren können, dass der Schuldenschnitt am Ende doch nicht durchgeführt wird, werden sie keine entsprechenden – bei zunehmender Verschuldung bis zum Referenzwert allmählich steigenden – Risikozinsaufschläge verlangen, sondern abwarten, bis es Anzeichen dafür gibt, dass der Staat die Grenze seiner Schuldentragfähigkeit erreicht haben könnte. Und wenn die Staaten darauf spekulieren können, dass sie trotz Erreichen des Referenzwertes um einen Schuldenschnitt herumkommen, werden sie von vornherein keine ausreichenden Gegenmaßnahmen einleiten, um ihre Verschuldung in den Griff zu bekommen.

Insgesamt wäre dann gegenüber den heutigen Verhältnissen kaum etwas gewonnen: Statt kontrollierter Insolvenzen würden auch zukünftig unkontrollierte Insolvenzen drohen, gegen die die Politik weiterhin mit ad hoc vereinbarten Rettungsversuchen samt allen beschriebenen Folgen vorgehen würde. Dem Haftungsprinzip würde weiterhin keine Geltung verschafft.

Der Automatismus ist daher unverzichtbar. In alle neu emittierten Staatsanleihen der Euro-Staaten ist eine Vorschrift aufzunehmen, die einen Schuldenschnitt vorsieht, sobald der Schuldenstand des Staates 90% erreicht hat.<sup>27</sup>

#### **4.2.7 Übergangsregelung**

Die Schuldenschnittregel, die einen verpflichtenden Schuldenschnitt in Höhe von 10% bei einem Schuldenstand von 90% des BIP vorschreibt, würde jenen acht Euro-Staaten, deren Verschuldung

---

<sup>27</sup> Schon aus rechtlichen Gründen kann eine solche Vorschrift regelmäßig nicht für die bereits umlaufenden Staatsanleihen gelten.

schon heute, teilweise deutlich, über diesem Wert liegt – Belgien, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern –, einen sofortigen Schuldenschnitt abverlangen. Die sofortige Anwendung der Regel auf diese Staaten wäre daher gar nicht möglich. Etliche andere Euro-Staaten sind von dem Referenzwert nicht mehr weit entfernt. Die sofortige Anwendung der Regel auf diese Staaten wäre nicht nur politisch nicht durchsetzbar, sondern auch kontraproduktiv, weil die Risikoaufschläge in Antizipation eines drohenden zehnpromzentigen Schuldenschnitts sofort ansteigen würden.

Zudem sind in den ersten Jahren nach Einführung der Schuldenschnittregel noch viele Altanleihen im Umlauf, die in den Schuldenschnitt nicht einbezogen werden dürfen. Dadurch ist der Umfang der Schuldenreduktion anfangs deutlich geringer als 10%. Dies beinhaltet die Gefahr, dass innerhalb kurzer Zeit ein weiterer Schuldenschnitt erforderlich wird. Auch deshalb ist eine Übergangsregelung erforderlich.

Wir schlagen daher Übergangsreferenzwerte vor: Für Euro-Staaten, deren Schuldenstand im Jahr 2014 75% des BIP überstieg, ist der **Schuldenschnitt bei einem Schuldenstand von 15 Prozentpunkten über dem Schuldenstand von 2014** durchzuführen. In den folgenden Jahren erfolgt eine **jährliche Absenkung** des Übergangsreferenzwert **um einen Prozentpunkt**, bis er 90% erreicht hat.

Tabelle 1 zeigt, welche Konsequenzen dies für die einzelnen Euro-Staaten hat, wenn man unterstellt, dass die Staatsinsolvenzordnung 2016 eingeführt wird.

Tabelle 1: Übergangsregelung

Euro-Staat	Schuldenstand 2014 (in % des BIP)	Übergangsreferenzwert 2016
Estland	11%	–
Luxemburg	24%	–
Slowakei	54%	–
Finnland	59%	–
Malta	68%	–
Niederlande	69%	–
Deutschland	75%	–
Slowenien	81%	96%
Österreich	85%	100%
Frankreich	95%	110%
Spanien	98%	113%
Belgien	107%	122%
Zypern *	108%	123%

Irland	110%	125%
Portugal	130%	145%
Italien	132%	147%
Griechenland *	177%	192%

\* Zypern und Griechenland haben gegenwärtig nur eingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt. Daher ist die Übergangsregelung für diese Staaten erst zu einem späteren Zeitpunkt anwendbar.

Für Italien ergibt sich beispielsweise: 2014 betrug der Schuldenstand 132% des BIP. Dies führt zu einem Übergangsreferenzwert von 147%. Somit ist ein Schuldenschnitt vorzunehmen, falls der Schuldenstand 2016 147% des BIP erreicht, 2017 146%, 2018 145%, 2019 144% usw. Im Jahr 2029 beträgt der Übergangsreferenzwert 132%, was dem Schuldenstand von 2014 entspricht. 2073 schließlich wird der endgültige Referenzwert von 90% erreicht. In alle ab 2014 emittierten Staatsanleihen sind der jeweiligen Laufzeit entsprechende Vorschriften aufzunehmen.

Der zusätzliche Verschuldungsspielraum von 15% des BIP und der lange Übergangszeitraum bis zum Erreichen des eigentlichen Referenzwertes von 90% verfolgen zwei Ziele. Zum einen muss den einzelnen Euro-Staaten die Möglichkeit gegeben werden, entsprechend den nationalen Präferenzen verschiedene Politik- und Reformoptionen zu testen und ihre Vorstellungen von angemessener Fiskal- und Wirtschaftspolitik zu verwirklichen. So kann ein Land die Ausgestaltung und das Tempo der Haushaltskonsolidierung, die gegenwärtig durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie den Fiskalpakt vorgegeben wird, selbst wählen. Dies wäre nicht möglich, wenn ein innerhalb weniger Jahre drohender Schuldenschnitt im Raum stünde. Zum anderen werden Bevölkerung und politische Entscheidungsträger in den Euro-Ländern die vorgeschlagene Staatsinsolvenzordnung um so eher akzeptieren, je größer und länger ihr Handlungsspielraum in der Übergangsphase ist.

Am Beispiel Italiens lassen sich die Auswirkungen der Übergangsregelung verdeutlichen: In den nächsten Jahren hat die Schuldenschnittregel zwar nur geringe Auswirkungen auf dessen Refinanzierungsbedingungen. Eine Anleihe mit dreijähriger Laufzeit etwa dürfte 2016 relativ einfach zu begeben sein, da es unwahrscheinlich ist, dass der Schuldenstand Italiens bei deren Fälligkeit 2019 bereits den dann noch zulässigen Wert von 144% des BIP erreicht; den Käufern dieser Anleihe droht also kein ernsthaftes Ausfallrisiko. Anders sieht es dagegen bei zehnjährigen Anleihen aus: Bei deren Fälligkeit 2026 muss der Schuldenstand, wenn die Anleihekäufer einem Schuldenschnitt entgehen wollen, unter 137% liegen; das sind nur fünf Prozentpunkte mehr als 2014. Daher wird Italien den Schuldenstand bald reduzieren müssen: Der Abstand zu dem den Schuldenschnitt auslösenden Übergangsreferenzwert wird immer geringer. Bereits deutlich vor 2031 – dem Jahr, in dem der Übergangsreferenzwert mit 132% der Staatsverschuldung von 2014 entspricht –, muss der Schuldenstand erheblich darunter liegen, wenn das Land hohe Zinsen vermeiden will.

Das Übergangsszenario setzt eine vollständige Refinanzierung über den Kapitalmarkt voraus. Es ist daher für Euro-Staaten, die gegenwärtig keinen oder nur eingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt haben, nicht anwendbar. Gegenwärtig betrifft dies Griechenland und Zypern. Die betroffenen Staaten können das Übergangsszenario erst nach erfolgreichem Abschluss der laufenden Anpassungsprogramme anwenden.

## 4.3 Flankierende Regelungen

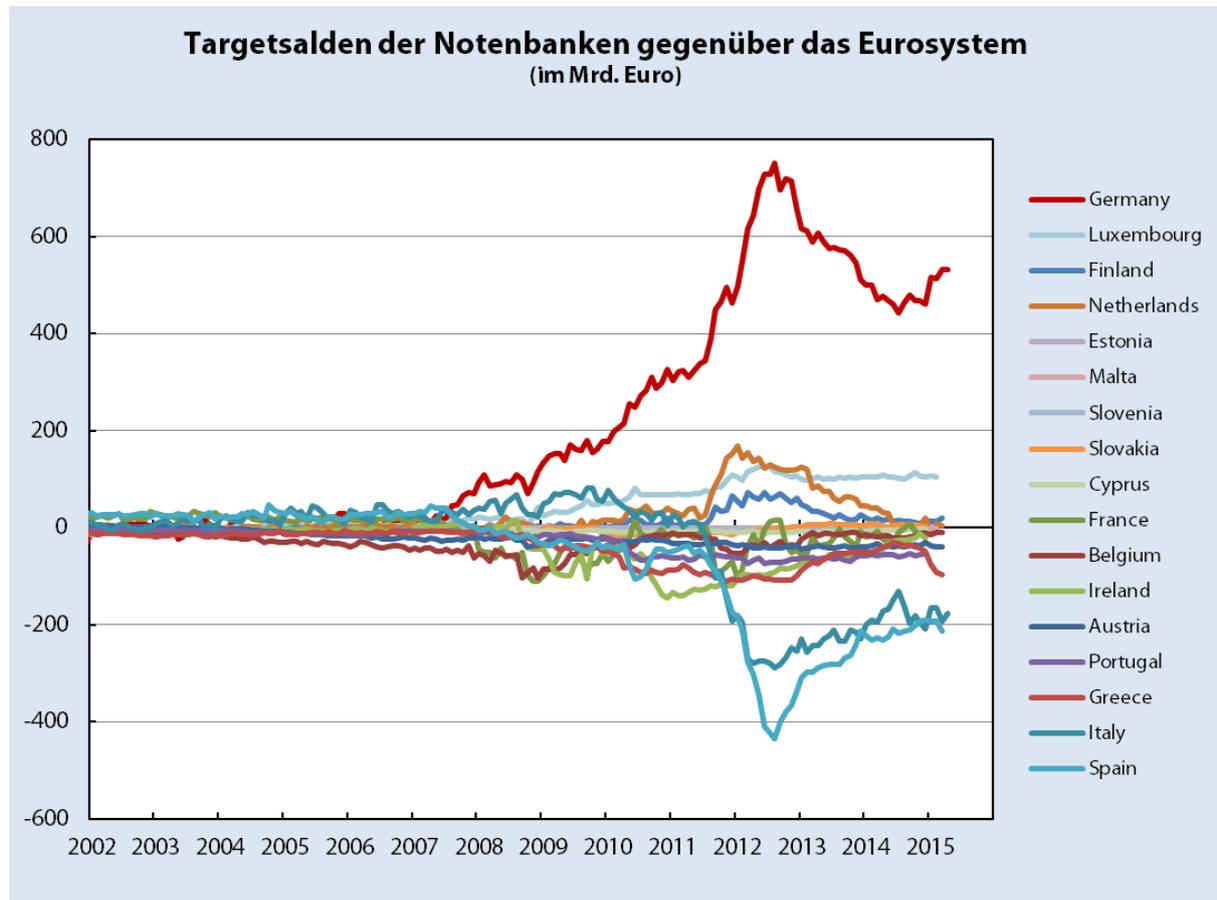
### 4.3.1 Unterbindung von Neuverschuldung über das Target-System der EZB

Die vorgeschlagene Staatsinsolvenzordnung setzt auf die disziplinierende Wirkung – nicht ad hoc, sondern langsam – ansteigender Risikozinsaufschläge. Diese werden die Kapitalanleger beim Erwerb von Staatsanleihen verlangen, wenn die öffentliche Verschuldung eines Landes sich dem Referenzwert nähert. Dies wiederum schafft Anreize für die nationale Politik, rechtzeitig Reform- und Konsolidierungsanstrengungen zu unternehmen.

Voraussetzung für diesen Wirkungszusammenhang ist, dass die Euro-Länder nicht mehr in der Lage sind, sich, statt über den Kapitalmarkt, über das Target-System der EZB zu verschulden.

Gegenwärtig wird der Nettokreditbedarf der leistungsschwachen Länder, den ausländische private Kapitalgeber nicht länger zu finanzieren bereit sind, durch das Target-System der EZB gedeckt. Dadurch können Lasten auf Dritte abgewälzt werden. So hatte die Deutsche Bundesbank im April 2015 Target-Forderungen in Höhe von 532 Milliarden Euro in ihren Büchern stehen. Target-Verbindlichkeiten in Höhe von zusammen 540 Milliarden Euro hatten hingegen die Notenbanken Griechenlands (96 Mrd. Euro), Portugals (53 Mrd. Euro), Spaniens (212 Mrd. Euro), Italiens (177 Mrd. Euro) und Zyperns (2,5 Mrd. Euro).<sup>28</sup> Das Target-System der EZB muss vor diesem Hintergrund ohnehin reformiert werden.

**Abbildung 1: Target-Salden der Notenbanken (in Mrd. Euro)**



Quelle: Ifo-Institut (2015), Stand 08.05.2015.

<sup>28</sup> Quelle: Ifo-Institut (2015).

Auch für die Wirksamkeit der Staatsinsolvenzordnung ist dies geboten. Sinnvoll wäre ein kontinuierlicher Abbau der Target-Ungleichgewichte. In welchem Umfang und in welcher Geschwindigkeit dies für die wankenden Volkswirtschaften Südeuropas verkraftbar ist, muss detailliert geprüft werden. Als Mindestvoraussetzung muss allerdings festgeschrieben werden, dass die Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten nicht weiter steigen dürfen.

Daher bedarf es eines Verfahrens, das die Target-Salden einmal im Jahr zwingend ausgleicht. Hierfür bietet sich das Verfahren an, das in den USA angewendet wird.<sup>29</sup> Das dortige System der Federal Reserve umfasst zwölf Distrikte, zwischen denen über das Jahr target-ähnliche Salden entstehen. Einmal im Jahr sind diese auszugleichen, indem Distrikte mit Target-Verbindlichkeiten Wertpapiere, die am Kapitalmarkt handelbar sind, an Distrikte mit Target-Forderungen übertragen.

Eine solche Regel führt dazu, dass der aus dem Ausland zu deckende Kreditbedarf eines Landes über den Kapitalmarkt abzuwickeln ist. In diesem Fall sind, anders als im Target-System, risikoadäquate Kreditzinsen zu zahlen.

#### 4.3.2 (Teil-)Abschirmung der Staaten gegen die Insolvenz von Finanzinstituten

Das Haftungsprinzip muss auch *zugunsten* der Politik Anwendung finden. Gerade weil die vorgeschlagene Staatsinsolvenzordnung eine verantwortliche Fiskalpolitik von den nationalen Regierungen einfordert, darf diese nicht dadurch unterlaufen werden, dass der Staat nationale Finanzinstitute mit Milliarden-Hilfen vor der Insolvenz bewahren muss, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Solche Rettungsaktionen machen politische Bemühungen, die Staatsverschuldung mittels Reformen zu verringern, zunichte. Auch beschädigen sie die Bereitschaft der Bevölkerung, solche Reformen mitzutragen.

Gleichzeitig aber verfügen alle Euro-Staaten nach wie vor über eine Reihe von Möglichkeiten wirtschafts- und finanzpolitischer Art, die Größe und Risikosensitivität des heimischen Finanzsektors maßgeblich zu beeinflussen. Aus anreiztechnischen Gründen wäre es daher nicht zielführend, Staaten völlig von den Kosten abzuschirmen, die durch Bankinsolvenzen verursacht werden.

Vor diesem Hintergrund ist es notwendig, dass alle Finanzinstitute grundsätzlich in der Lage sind, ihre Verluste selbst zu tragen. Hierzu bedarf es sowohl strenger Eigenkapitelregeln als auch einer angemessenen Aufsicht über die Institute. Die Fähigkeit der Finanzinstitute, Verluste selbst zu tragen, ist in den vergangenen Jahren richtigerweise gestärkt worden (Stichworte: „Basel III“<sup>30</sup> und „Solvency II“<sup>31</sup>). Während für Banken mit Basel III die qualitativen und quantitativen **Anforderungen an das Eigenkapital angehoben wurden**, führt Solvency II überhaupt eine risikobasierte Eigenkapitalhinterlegungspflicht für Versicherungen ein. Diese Änderungen müssen nun rasch umgesetzt werden. Die **Aufsicht über Banken** und Wertpapierfirmen in der Euro-Zone wurde richtigerweise zentralisiert. Die Europäische Zentralbank hat im Herbst 2014 die Aufsicht über die wichtigsten Banken der Eurozone übernommen.<sup>32</sup>

<sup>29</sup> Sinn (2012), S. 14 und S. 40.

<sup>30</sup> Richtlinie 2013/36/EU vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und Verordnung (EU) 575/2013 vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen.

<sup>31</sup> Richtlinie 2009/138/EG vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und Rückversicherungstätigkeit.

<sup>32</sup> Unabhängig von der Richtigkeit der Zentralisierung ist die Frage zu bewerten, welche europäische Behörde für die Bankenaufsicht zuständig sein sollte. Die Beauftragung der Europäischen Zentralbank mit dieser

Allerdings: Auch strenge Eigenkapitalvorschriften und eine effektive Bankenaufsicht können nicht mit absoluter Sicherheit verhindern, dass Finanzinstitute Verluste erleiden, die sie nicht tragen können. Daher müssen für solche Fälle belastbare Regeln existieren, die eine Abwicklung solcher Finanzinstitute möglichst ohne Staatshilfe ermöglichen. Die **einheitlichen europäischen Bankenabwicklungsregeln** (Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung und Einheitliche Abwicklungsmechanismus), die ab 2016 voll anwendbar sind, sind insoweit sachgerecht und daher zu begrüßen.<sup>33</sup>

Die Bedeutung glaubwürdiger Abwicklungsregeln kann nicht überschätzt werden. Nicht nur schonen sie die öffentlichen Haushalte im Falle einer Finanzkrise. Sie verringern auch die Eintrittswahrscheinlichkeit solcher Krisen: Wenn Eigentümer und Gläubiger tatsächlich mit der Abwicklung eines Finanzinstituts rechnen müssen, drohen Verluste des eingesetzten Kapitals bzw. der Forderungen. Eigentümer und Gläubiger werden diese Risiken einpreisen, was die Kapitalkosten der Bank erhöht. Dies übt Druck auf das Management der Bank aus, keine übermäßigen Risiken einzugehen.

Die neuen Regeln sehen vor, dass bei einer Bankenabwicklung zunächst sowohl die Eigentümer als auch die Gläubiger für Verluste haften, indem Kapital zum Ausgleich der Verluste herangezogen wird und Fremdkapital in Eigenkapital umgewandelt wird („Bail-in“). Wenn dies nicht ausreicht, haften auch die Inhaber von Spar- und anderen Einlagen oberhalb der Leistungsgrenze der Einlagensicherungssysteme (momentan 100.000 Euro).

Bei dann noch verbleibenden Abwicklungskosten greift für die Euro-Staaten der gemeinsame Bankenabwicklungsfonds, der mit Pflichtbeiträgen der Banken der Euro-Zone gespeist wird und der innerhalb von acht Jahren über mindestens 1% der durch Einlagensicherungssysteme gedeckten Einlagen (ca. 55 Mrd. Euro) verfügen muss.<sup>34,35</sup> Die auf nationaler Ebene eingetribenen Beiträge werden über einen Zeitraum von acht Jahren nach und nach vergemeinschaftet.

Alles in allem verringern diese Regeln die fiskalischen Kosten einer Bankenabwicklung. Bei der Abwicklung kleinerer Banken könnte die Haftung von Eigentümern, Gläubigern und Sparern und die Nutzung des gemeinsamen Abwicklungsfonds dazu führen, dass überhaupt keine Steuermittel eingesetzt werden müssen. Bei größeren Banken muss dies nicht der Fall sein.

Auch für die hier vorgeschlagene Insolvenzordnung ist zu klären, wie mit verbleibenden Abwicklungskosten umgegangen wird. Wir sehen dafür keine allgemeingültige Antwort, sondern schlagen vier Handlungsoptionen vor, die je nach Konstellation eingesetzt werden können.

- (1) Der betreffende Mitgliedstaat trägt die verbleibenden Kosten einer Bankenabwicklung.
- (2) Der ESM vergibt – wie es das geltende Recht bereits ermöglicht – ein zweckgebundenes Darlehen an den Mitgliedstaat, das dieser für die Rekapitalisierung der betroffenen Bank einsetzen muss. Dieses Darlehen ist mit sektorspezifischen Auflagen verbunden und erhöht den Schuldenstand des Staates. Es kann daher (muss aber nicht) in der Folge den Zugang zum Kapitalmarkt gefährden.
- (3) Gefährdet ein ESM-Darlehen den Kapitalmarktzugang, kann – wie es das geltende Recht ebenfalls bereits vorsieht – eine direkte Rekapitalisierung der betroffenen Bank durch den ESM erfolgen. Der Schuldenstand des Staates ist davon nicht betroffen.<sup>36</sup> Dieses Instrument setzt aber u.a. eine „Eigenleistung“ des Staates in Höhe von 10 % der Rekapitalisierungskosten voraus.

---

Aufgabe ist ökonomisch fragwürdig und verstößt zudem gegen das europäische Primärrecht (vgl. cepAnalyse 47/2012).

<sup>33</sup> Richtlinie 2014/59/EU und Verordnung (EU) Nr. 806/2014.

<sup>34</sup> In den Nicht-Euro-Staaten greifen u.a. nationale Bankenabwicklungsfonds, die aus Pflichtbeiträgen der nationalen Banken gespeist werden.

<sup>35</sup> Art. 69 SRM-Verordnung (EU) Nr. 806/2014.

<sup>36</sup> Dies allerdings nur bis zu einer Höhe von insgesamt 60 Mrd. Euro; vgl. Van Roosebeke (2014).

(4) Der ESM vergibt – was derzeit noch nicht vorgesehen ist – ein Darlehen an den europäischen Bankenabwicklungsfonds.<sup>37</sup> Voraussetzung hierfür sollte sein, dass der Staat eine „Eigenleistung“ bei den Rekapitalisierungskosten übernommen hat.

Diese Instrumente unterscheiden sich nicht zuletzt darin, in welchem Ausmaß der jeweilige Staat für die Restkosten einer Bankenabwicklung aufkommen muss. Die Wahl des Instruments hat daher direkte Auswirkungen auf die Wahrscheinlichkeit eines automatischen Schuldenschnitts. Je nach Szenario kann es mehr oder weniger sinnvoll sein, diese Kosten dem Staat aufzuerlegen: Bei einer bewussten Inkaufnahme hoher Risiken durch die nationale Politik – etwa bei der Gestaltung der Körperschaftsteuer mit dem Ziel, ein Finanzzentrum zu etablieren, welches entsprechende Steuereinnahmen, aber eben auch Risiken mit sich bringt – spricht vieles für die Optionen 1 und 2. Bei geringerem Fehlverhalten der nationalen Politik sind die Optionen 3 und 4 vorteilhaft.

Auch wenn die EU-Kommissionsvorschläge für die Bankenabwicklung – abgesehen von der Einrichtung eines Bankenabwicklungsfonds für die Euro-Zone – in die richtige Richtung gehen, fehlen vergleichbare Regeln für Versicherungsunternehmen gänzlich. Dies muss behoben werden, wobei den großen Unterschieden zwischen Banken und Versicherungen Rechnung zu tragen ist. So sind Versicherungen – anders als Banken – weniger der Gefahr eines kurzfristigen Abzugs von Liquidität ausgesetzt.

### 4.3.3 Abschirmung der Finanzinstitute gegen die Insolvenz von Staaten

Die kontrollierte Insolvenz eines Staates führt zu Verlusten bei den Finanzinstituten, die diesem Staat Kredite gegeben oder dessen Anleihen gekauft haben. Das ist auch notwendig, damit die Institute risikoadäquate Risikoprämien verlangen, die wiederum den Staat zu einer soliden Haushaltspolitik veranlassen. Allerdings müssen die Finanzinstitute diese Verluste auch verkraften können. Sie dürfen als Folge der Staatsinsolvenz nicht selbst in die Insolvenz getrieben werden. Denn andernfalls droht die bereits beschriebene Interventionsspirale, in der die Staaten zu Hilfsaktionen für die nationalen Banken veranlasst werden, was wiederum sie gefährden kann.

Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Finanzinstitute eine kontrollierte Staatsinsolvenz verkraften können, ist schon deshalb deutlich höher als bei einer unkontrollierten Insolvenz, weil die Verluste, die durch einen einzelnen Schuldenschnitt entstehen, auf zehn Prozent der Nominalwerte der Forderungen gegen den betreffenden Mitgliedstaat begrenzt werden. Dennoch lässt sich dadurch nicht ganz ausschließen, dass Finanzinstitute in eine bedenkliche Schieflage geraten. Eine solche Entwicklung kann beispielsweise eintreten, wenn einzelne Finanzinstitute innerhalb kurzer Zeit gleich mehreren kontrollierten Insolvenzen verschiedener Staaten ausgesetzt werden.

Erforderlich sind daher gesetzliche Vorschriften, welche die Finanzinstitute zu Vorkehrungen zwingen, die sie auch solche Situationen überstehen lassen:

Unverzichtbar ist erstens die **Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen**. Die Finanz- und Euro-Krise hat mehr als deutlich gemacht, dass auch Staatsanleihen und Kredite an Staaten ausfallgefährdet sind. Die hier vorgeschlagene Staateninsolvenz-Ordnung erzwingt sogar explizit die – kontrollierte – Insolvenz und mit ihr einen Ausfall von zehn Prozent der gehaltenen Anleihen und vergebenen Kredite, wenn der Referenzwert erreicht wird. Eine Unterlegung mit Eigenkapital federt die finanziellen Folgen eines solchen Schuldenschnitts ab, ohne gleich die Existenz der davon betroffenen Finanzinstitute zu gefährden. Zwar wurden als Reaktion auf die Finanz- und Euro-Krise

---

<sup>37</sup> Die Vor- und Nachteile thematisiert Van Roosebeke (2014).

die Eigenkapitalvorschriften für Banken – „Basel III“<sup>38</sup> – und für Versicherungen – „Solvency II“<sup>39</sup> – verschärft. Eine Pflicht zur Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen wurde jedoch nicht eingeführt. Dies muss behoben werden. Die Pflicht zur Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen wird – wie auch der automatische Schuldenschnitt – die Kreditaufnahme für die Euro-Staaten deutlich verteuern. Letztlich führt aber genau dieses zu der Internalisierung externer Kosten, die derzeit eben nicht berücksichtigt werden. Mangels glaubwürdiger Alternativen sollten sich die Risikogewichte für Staatsanleihen an den Ratings registrierter Ratingagenturen orientieren.<sup>40</sup>

Zweitens sollte eine **Obergrenze für das Gesamtvolumen der von einem Finanzinstitut gehaltenen Staatsanleihen – sämtlicher Staaten** – eingeführt werden, die in Prozent der Bilanzsumme bemessen werden könnte. Eine solche Obergrenze kann die Eigenkapitalunterlegungspflicht für Staatsanleihen ergänzen. Zumindest in der Übergangsphase bis zur Einführung einer solchen Pflicht ist sie zwingend erforderlich. Sie ist vor allem auch dann angebracht, wenn die Überzeugung vorherrscht, dass das Insolvenzrisiko mittels Ratings nicht angemessen eingeschätzt werden kann.

Drittens sollte eine **Obergrenze für das Volumen der von einem Finanzinstitut gehaltenen Staatsanleihen eines einzelnen Staates** eingeführt werden. Diese Vorschrift verhindert, dass bei Finanzinstituten Klumpenrisiken entstehen, die im Falle von Schuldenschnitten – trotz Eigenkapitalunterlegung – untragbare Verluste bei Finanzinstituten generieren können.

Viertens sollte der implizierte Zwang für Finanzinstitute beseitigt werden, in Staatsanleihen zu investieren. Die konkrete Gestaltung der geplanten Liquiditätskennzahlen für Banken darf nicht dazu führen, dass Banken die Liquiditätsanforderungen nur dann erfüllen können, wenn sie in großem Umfang in die – meist hochliquiden – Staatsanleihen investieren.

#### 4.4 Die Staatsinsolvenzordnung im Lichte der Anforderungen

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick darüber, welchen Beitrag die einzelnen Elemente der vorgeschlagenen Staatsinsolvenzordnung zur Erfüllung der oben hergeleiteten Anforderungen an diese Ordnung leisten.

---

<sup>38</sup> Richtlinie 2013/36/EU vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und Verordnung (EU) 575/2013 vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen.

<sup>39</sup> Richtlinie 2009/138/EG vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und Rückversicherungstätigkeit.

<sup>40</sup> Auch die EZB müsste konsequenterweise die Bonität jedes Mitgliedstaates berücksichtigen, wenn die Banken Staatsanleihen als Sicherheit im Rahmen der Refinanzierungstender hinterlegen.

Tabelle 2: Übersicht über die Staatsinsolvenzordnung und die Funktionen der einzelnen Elemente

Anforderungen	Staatsinsolvenzordnung				Eigenschaften
	Kernelement	Flankierende Elemente			
	Frühzeitiger automatischer Schuldenschnitt	Unterbindung von Neuverschuldung über das Target-System	Abschirmung der Staaten gegen die Insolvenz von Finanzinstituten	Abschirmung der Finanzinstitute gegen die Insolvenz von Staaten	
Wiederherstellung des Vertrauens in die Geltung des Rechts	✓				✓
Zusammenfallen von Handlung und Haftung	✓	✓	✓		✓
Selbstentscheidungsrecht der Wähler und nationalen Politiker	✓	✓			✓
Frühzeitige Erkennbarkeit der Notwendigkeit von Reformen	✓				✓
Abschirmung der Staaten gegen die Insolvenz von Finanzinstituten			✓		✓
Abschirmung der Finanzinstitute gegen die Insolvenz von Staaten	✓			✓	✓

## 5 Juristische Umsetzung der Maßnahmen

Im Folgenden werden die wesentlichen Änderungen, die zur Umsetzung der Maßnahmen erforderlich sind, in Tabellenform dargestellt. Diese Änderungen betreffen den AEUV (siehe 5.1), den ESM-Vertrag (siehe 5.2) und die vom Wirtschafts- und Finanzausschuss ausgearbeiteten Umschuldungsklauseln für Staatsschuldtitel (siehe 5.3).

Um zu erreichen, dass die Euro-Staaten den Zeitpunkt und die Art der wirtschaftspolitischen Reformen bzw. der Haushaltskonsolidierung innerhalb des in Kapitel 4 vorgegebenen Rahmens selbst bestimmen können, müssen die Vorgaben zur fiskalischen und wirtschaftspolitischen Überwachung der Euro-Staaten geändert werden. Die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts<sup>41</sup> müssen unverbindlich werden und die Sanktionen gestrichen werden. Gleiches gilt für die neu geschaffene makroökonomische Überwachung. Hierzu dürfen die Vorgaben der Verordnungen (EU) Nr. 1174/2011 und Nr. 1176/2011 nicht länger zwingend für die Euro-Staaten sein. Ebenfalls nicht mehr zwingend sein dürfen die Maßnahmen zur Überwachung der nationalen Haushaltsplanung [Verordnung (EU) Nr. 473/2013], die Vorgaben für Euro-Staaten, die von gravierenden Schwierigkeiten in Bezug auf ihre finanzielle Stabilität betroffen oder bedroht sind [Verordnung (EU) Nr. 472/2013] sowie die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Euro-Staaten [Richtlinie 2011/85/EU]. Gleiches gilt für die Vorgaben des Fiskalpakts.

Zudem muss die EZB das Target2-System<sup>42</sup> wie oben dargestellt reformieren.

### 5.1 Änderungen des AEUV

Der Artikel 136 Absatz 3 AEUV wurde als sog. Öffnungsklausel in den AEUV aufgenommen, um den Euro-Staaten die Einrichtung eines Stabilitätsmechanismus zur Wahrung der Stabilität des Euro-Raums zu ermöglichen. Um zu vermeiden, dass zukünftig neue Mechanismen geschaffen werden, die über die Finanzierung der Abwicklung von Finanzinstituten hinausgehen, muss die Öffnungsklausel geändert werden.

Zudem müssen die Vorgaben des Artikels 126 AEUV unverbindlich sein und Sanktionen gestrichen werden.

	AEUV	Änderungen
Öffnungsklausel	Artikel 136 Absatz 3 bisherige Fassung	Artikel 136 Absatz 3 neue Fassung
	Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.	Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen <i>Finanzhilfemechanismus für die Finanzierung der Abwicklung von Finanzinstituten</i> einrichten. <i>Die Voraussetzungen für dessen Aktivierung legen sie gesondert fest.</i>

<sup>41</sup> Verordnung (EG) Nr. 1466/97 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken, Verordnung (EG) Nr. 1467/97 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit und Verordnung (EU) Nr. 1173/2011 über die wirksame Durchsetzung der haushaltspolitischen Überwachung im Euro-Währungsgebiet.

<sup>42</sup> Leitlinie (EZB/2012/27) der EZB vom 5. Dezember 2012 über ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (TARGET2).

Übermäßige öffentliche Defizite	Artikel 126 bisherige Fassung	Artikel 126 neue Fassung
	<p>(1) Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite.</p> <p>(2) Die Kommission überwacht die Entwicklung der Haushaltslage und der Höhe des öffentlichen Schuldenstands in den Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Feststellung schwerwiegender Fehler. Insbesondere prüft sie die Einhaltung der Haushaltsdisziplin anhand von zwei Kriterien, nämlich daran,</p> <p>a) ob das Verhältnis des geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizits zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, dass entweder das Verhältnis erheblich und laufend zurückgegangen ist und einen Wert in der Nähe des Referenzwerts erreicht hat oder der Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschritten wird und das Verhältnis in der Nähe des Referenzwerts bleibt,</p> <p>b) ob das Verhältnis des öffentlichen Schuldenstands zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, dass das Verhältnis hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert.</p> <p>Die Referenzwerte werden in einem den Verträgen beigefügten Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im Einzelnen festgelegt.</p> <p>(3) Erfüllt ein Mitgliedstaat keines oder nur eines dieser Kriterien, so erstellt die Kommission einen Bericht. In diesem Bericht wird berücksichtigt, ob das öffentliche Defizit die öffentlichen Ausgaben für Investitionen übertrifft; berücksichtigt werden ferner alle sonstigen einschlägigen Faktoren, einschließlich der mittelfristigen Wirtschafts- und Haushaltslage des Mitgliedstaats.</p> <p>Die Kommission kann ferner einen Bericht erstellen, wenn sie ungeachtet der Erfüllung der Kriterien der Auffassung ist, dass in einem Mitgliedstaat</p>	<p>(1) wird aufgehoben.</p> <p>(2) bis (8) keine Änderung.</p>

	<p>die Gefahr eines übermäßigen Defizits besteht.</p> <p>(4) Der Wirtschafts- und Finanzausschuss gibt eine Stellungnahme zu dem Bericht der Kommission ab.</p> <p>(5) Ist die Kommission der Auffassung, dass in einem Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht oder sich ergeben könnte, so legt sie dem betreffenden Mitgliedstaat eine Stellungnahme vor und unterrichtet den Rat.</p> <p>(6) Der Rat beschließt auf Vorschlag der Kommission und unter Berücksichtigung der Bemerkungen, die der betreffende Mitgliedstaat gegebenenfalls abzugeben wünscht, nach Prüfung der Gesamtlage, ob ein übermäßiges Defizit besteht.</p> <p>(7) Stellt der Rat nach Absatz 6 ein übermäßiges Defizit fest, so richtet er auf Empfehlung der Kommission unverzüglich Empfehlungen an den betreffenden Mitgliedstaat mit dem Ziel, dieser Lage innerhalb einer bestimmten Frist abzuwenden. Vorbehaltlich des Absatzes 8 werden diese Empfehlungen nicht veröffentlicht.</p> <p>(8) Stellt der Rat fest, dass seine Empfehlungen innerhalb der gesetzten Frist keine wirksamen Maßnahmen ausgelöst haben, so kann er seine Empfehlungen veröffentlichen.</p> <p>(9) Falls ein Mitgliedstaat den Empfehlungen des Rates weiterhin nicht Folge leistet, kann der Rat beschließen, den Mitgliedstaat mit der Maßgabe in Verzug zu setzen, innerhalb einer bestimmten Frist Maßnahmen für den nach Auffassung des Rates zur Sanierung erforderlichen Defizitabbau zu treffen. Der Rat kann in diesem Fall den betreffenden Mitgliedstaat ersuchen, nach einem konkreten Zeitplan Berichte vorzulegen, um die Anpassungsbemühungen des Mitgliedstaats überprüfen zu können.</p>	<p>(9) wird aufgehoben.</p>
--	---	-----------------------------

	<p>(10) Das Recht auf Klageerhebung nach den Artikeln 258 und 259 kann im Rahmen der Absätze 1 bis 9 dieses Artikels nicht ausgeübt werden.</p> <p>(11) Solange ein Mitgliedstaat einen Beschluss nach Absatz 9 nicht befolgt, kann der Rat beschließen, eine oder mehrere der nachstehenden Maßnahmen anzuwenden oder gegebenenfalls zu verschärfen, nämlich von dem betreffenden Mitgliedstaat verlangen, vor der Emission von Schuldverschreibungen und sonstigen Wertpapieren vom Rat näher zu bezeichnende zusätzliche Angaben zu veröffentlichen, die Europäische Investitionsbank ersuchen, ihre Darlehenspolitik gegenüber dem Mitgliedstaat zu überprüfen, von dem Mitgliedstaat verlangen, eine unverzinsliche Einlage in angemessener Höhe bei der Union zu hinterlegen, bis das übermäßige Defizit nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist, Geldbußen in angemessener Höhe verhängen. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament von den Beschlüssen.</p> <p>(12) Der Rat hebt einige oder sämtliche Beschlüsse oder Empfehlungen nach den Absätzen 6 bis 9 und 11 so weit auf, wie das übermäßige Defizit in dem betreffenden Mitgliedstaat nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist. Hat der Rat zuvor Empfehlungen veröffentlicht, so stellt er, sobald der Beschluss nach Absatz 8 aufgehoben worden ist, in einer öffentlichen Erklärung fest, dass in dem betreffenden Mitgliedstaat kein übermäßiges Defizit mehr besteht.</p> <p>(13) Die Beschlussfassung und die Empfehlungen des Rates nach den Absätzen 8, 9, 11 und 12 erfolgen auf Empfehlung der Kommission. Erlässt der Rat Maßnahmen nach den Absätzen 6 bis 9 sowie den Absätzen 11 und 12, so beschließt er ohne Berücksichtigung der Stimme des den be-</p>	<p>(10) Das Recht auf Klageerhebung nach den Artikeln 258 und 259 kann im Rahmen der Absätze 1 bis 8 dieses Artikels nicht ausgeübt werden.</p> <p>(11) wird aufgehoben.</p> <p>(12) Der Rat hebt einige oder sämtliche Beschlüsse oder Empfehlungen nach den Absätzen 6 bis 8 so weit auf, wie das übermäßige Defizit in dem betreffenden Mitgliedstaat nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist. Hat der Rat zuvor Empfehlungen veröffentlicht, so stellt er, sobald der Beschluss nach Absatz 8 aufgehoben worden ist, in einer öffentlichen Erklärung fest, dass in dem betreffenden Mitgliedstaat kein übermäßiges Defizit mehr besteht.</p> <p>(13) Die Beschlussfassung und die Empfehlungen des Rates nach den Absätzen 8 und 12 erfolgen auf Empfehlung der Kommission. Erlässt der Rat Maßnahmen nach den Absätzen 6 bis 8 sowie dem Absatz 12, so beschließt er ohne Berücksichtigung der Stimme des den betreffenden Mitgliedstaat vertreten-</p>
--	--	---

	<p>treffenden Mitgliedstaat vertretenden Mitglieds des Rates. Die qualifizierte Mehrheit der übrigen Mitglieder des Rates bestimmt sich nach Artikel 238 Absatz 3 Buchstabe a.</p> <p>(14) Weitere Bestimmungen über die Durchführung des in diesem Artikel beschriebenen Verfahrens sind in dem den Verträgen beigefügten Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit enthalten. Der Rat verabschiedet gemäß einem besonderen Gesetzgebungsverfahren einstimmig und nach Anhörung des Europäischen Parlaments sowie der Europäischen Zentralbank die geeigneten Bestimmungen, die sodann das genannte Protokoll ablösen. Der Rat beschließt vorbehaltlich der sonstigen Bestimmungen dieses Absatzes auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments nähere Einzelheiten und Begriffsbestimmungen für die Durchführung des genannten Protokolls.</p>	<p>den Mitglieds des Rates. Die qualifizierte Mehrheit der übrigen Mitglieder des Rates bestimmt sich nach Artikel 238 Absatz 3 Buchstabe a.</p> <p>(14) keine Änderung.</p>
--	---	--

## 5.2 Änderungen des ESM-Vertrags

Im Rahmen der vorgeschlagenen Insolvenzordnung darf der ESM Euro-Staaten künftig nur noch zweckgebundene Darlehen bereitstellen, die für die Rekapitalisierung von Banken eingesetzt werden müssen. Die derzeit möglichen anderen Finanzhilfen für Staaten sind abzuschaffen. Außerdem darf der ESM schon jetzt nach Anwendung der Gläubigerkaskade der Bankenabwicklungsregeln und bei einer erheblichen Selbstbeteiligung des betroffenen Mitgliedstaates, betroffenen Banken direkt rekapitalisieren. Diese Option soll erhalten bleiben. Ergänzt werden soll der ESM-Vertrag um die Möglichkeit der Darlehensgewährung durch den ESM an den europäischen Bankenabwicklungsfonds. Dafür muss der ESM-Vertrag wie folgt geändert werden:

	ESM-Vertrag	Änderungen
ESM-Instrumente im ESM-Vertrag	Art. 14 bisherige Fassung	Art. 14
	<b>Vorsorgliche ESM-Finanzhilfe</b> (1) Der Gouverneursrat kann beschließen, nach Maßgabe des Artikels 12 Absatz 1 eine vorsorgliche Finanzhilfe in Form einer vorsorglichen bedingten Kreditlinie oder in Form einer Kreditlinie mit erweiterten Bedingungen zu gewähren. (...)	Wird aufgehoben
	Art. 16 bisherige Fassung	Art. 16
	<b>ESM-Darlehen an Staat</b> (1) Der Gouverneursrat kann beschließen, einem ESM-Mitglied nach Maßgabe des Artikels 12 Finanzhilfe in Form eines Darlehens zu gewähren. (...)	Wird aufgehoben
	Art. 17 bisherige Fassung	Art. 17
	<b>Primärmarkt-Unterstützungsfazität</b> (1) Nach Maßgabe des Artikels 12 und mit dem Ziel, die Kosteneffizienz der Finanzhilfe zu maximieren, kann der Gouverneursrat beschließen, Vorkehrungen für den Ankauf von Anleihen eines ESM-Mitglieds am Primärmarkt zu treffen. (...)	Wird aufgehoben
Art. 18 bisherige Fassung	Art. 18	
<b>Sekundärmarkt-Unterstützungsfazität</b> (1) Der Gouverneursrat kann beschließen, nach Maßgabe des Artikels 12 Absatz 1 Vorkehrungen für Sekundärmarktoperationen in Bezug auf die Anleihen eines ESM-Mitglieds zu treffen. (...)	Wird aufgehoben	

ESM-Instrumente in den ESM-Leitlinien zur direkten Bankenrekapitalisierung	--	<i>Neuer Art. 1a</i>
	Bisher nicht vorgesehen.	<b>ESM-Darlehen an den Abwicklungsfonds</b> <i>Auf Ersuchen eines Mitgliedstaates kann der Gouverneursrat des ESM beschließen, dem einheitlichen Abwicklungsfonds Finanzhilfe in Form von Darlehen zu gewähren. Der Abwicklungsfonds setzt diese Finanzhilfe ausschließlich zur Rekapitalisierung eines Instituts ein.</i>
	Art. 9	<i>Art. 9</i>
	<b>Beteiligung des ESM-Staates an der direkten Rekapitalisierung</b> <i>[...]</i>	<i>Wird unverändert behalten.</i>
	--	<i>Neuer Art. 9a</i>
	Bisher nicht vorgesehen.	<b>Beteiligung des ESM-Staates an ESM-Darlehen an den Abwicklungsfonds</b> <i>Die Bedingungen und Voraussetzungen des Art. 9 gelten auch für das Instrument der Rekapitalisierung nach Art. 1a.</i>

### 5.3 Änderung der Vertragsbedingungen von Staatsschuldtiteln

Um einen automatischen Schuldenschnitt zu erreichen, wenn der Schuldenstand eines Euro-Staats 90% des BIP überschreitet, müssen die Vertragsbedingungen von Staatsschuldtiteln, die der Wirtschafts- und Finanzausschuss ausgearbeitet hat, wie folgt geändert werden:

	Aktuelle Umschuldungsklauseln des Wirtschafts- und Finanzausschusses	Änderungen
Zustimmung der Gläubiger nicht erforderlich	Ziff. 2.0	Ziff. 2.0
	Nicht vorgesehen.	<i>Erreicht der Schuldenstand eines Mitgliedstaats des Euro-Währungsgebiets den Referenzwert von 90% des BIP, verringert sich der Nennwert seiner Staatsschuldtitel ohne Zustimmung der Gläubiger um 10%.</i>  <i>Für Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, deren Schuldenstand am 1. Januar 2012 75% des BIP überschritt, gilt folgende Übergangsregelung: Erreicht der Schuldenstand eines Mitgliedstaats des Euro-Währungsgebiets einen Wert von 15 Prozentpunkten über dem Schuldenstand vom 1. Januar 2012 (Übergangsreferenzwert), verringert sich der Nennwert seiner Staatsschuldtitel ohne Zustimmung der Gläubiger um 10%. In jedem weiteren Jahr sinkt der Übergangsreferenzwert um einen Prozentpunkt.</i>

		<i>Die Prüfung, ob der Referenz- bzw. Übergangsreferenzwert überschritten wurde, erfolgt jährlich, sobald die Daten zum Schuldenstand und Bruttoinlandsprodukt verfügbar sind. Dabei werden Daten von Eurostat herangezogen.</i>
--	--	--

## 6 Zusammenfassung

Die Euro-Krise hat drei Ursachen: übermäßige öffentliche Defizite, eine unterschiedliche Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit etlicher Euro-Staaten und das Platzen einer Kreditblase, in deren Folge ohnehin taumelnde Staaten versucht haben, systemrelevante Finanzinstitute vor der Insolvenz zu bewahren.

Die ergriffenen Maßnahmen zur Verhinderung zukünftiger Krisen – insbesondere die Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und der länderspezifischen Empfehlungen, die Einführung einer makroökonomischen Überwachung und der Fiskalpakt – werden zukünftige Krisen nicht verhindern können.

Denn sie ignorieren ein Kardinalproblem, das auf unabsehbare Zeit auch nicht behebbar ist: In allen Euro-Staaten fehlt die Bereitschaft, die nationale Fiskal-, Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik konsequent an diesen Maßnahmen auszurichten. Die europäischen Reform- und Konsolidierungsvorgaben werden in vielen Ländern ignoriert

Dieses Problem ist auf zwei Ursachen zurückzuführen: Erstens besteht zwischen den Euro-Staaten inhaltlich kein Konsens, sondern Uneinigkeit darüber, welche Rolle dem Markt als Disziplinierungs- und Koordinierungsmechanismus zukommen soll. Entsprechend stehen die Reformvorgaben in vielen Fällen im Widerspruch zu der wirtschaftspolitischen Kultur und Tradition des jeweils adressierten Landes. Zweitens fühlen sich die Einwohner und nationalen Politiker durch Vorgaben aus Brüssel und aus anderen EU-Staaten fremdbestimmt.

Eine Vergemeinschaftung von Schulden und dauerhafte Transferzahlungen zwischen EU-Staaten würden auf zum Teil entschiedenen Widerstand in den Bevölkerungen jener Länder treffen, die potentielle Nettozahler wären.

Eine Lösung der Probleme der Euro-Zone und damit deren Überleben erfordert, dass alle Euro-Staaten wieder selbst über Zeitpunkt, Art und Umfang von Reformen entscheiden können. Nur so wird sichergestellt, dass ihre wirtschaftspolitische Kultur und Tradition berücksichtigt werden und sie sich nicht fremdbestimmt fühlen. Allerdings dürfen fiskalische oder wirtschaftliche Schwierigkeiten eines Euro-Staates keine Krise in einem anderen Euro-Staat auslösen können.

Den genannten Problemen kann Rechnung getragen werden, indem eine Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Staaten eingeführt wird. Sie muss folgende Anforderungen erfüllen:

- (1) Die Durchsetzung der Staatsinsolvenz muss glaubwürdig sein.
- (2) Im Fall einer Staatsinsolvenz haften – ausschließlich – die nationalen und internationalen Kapitalanleger sowie die nationalen Wähler in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler, nicht jedoch die Steuerzahler in anderen Ländern.
- (3) Jedes Land muss über seine Fiskal-, Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik selbst bestimmen können.
- (4) Entwicklungen, die die Solvenz eines Staates bedrohen, müssen frühzeitig offengelegt werden, damit Kapitalanleger und Wähler auf Fehlentwicklungen reagieren können.
- (5) Schieflagen im Finanzsektor dürfen die Staatssolvenz in der Regel nicht bedrohen.
- (6) Die Insolvenz eines Staates muss für die Finanzinstitute verkraftbar sein.

Im Folgenden werden die Elemente der Staatsinsolvenzordnung für die Euro-Staaten dargestellt.

**Das Kernelement: Frühzeitiger automatischer Schuldenschnitt.** Wenn der Schuldenstand eines Euro-Staates 90% des BIP (Referenzwert) erreicht, wird automatisch ein Schuldenschnitt von 10% ausgelöst. Statt einer unkontrollierten Insolvenz wird frühzeitig eine kontrollierte Insolvenz mit einem geringen Schuldenschnitt erzwungen. Dies hat folgende Vorteile:

- (1) Die Kapitalgeber können klare Erwartungen über ihr Verlustrisiko bilden. Schlagartige Risikoaufschläge weichen einem sukzessiven Anstieg, wenn sich der Staat dem Referenzwert nähert. „Panikverkäufe“ und „Ansteckungen“ anderer Euro-Staaten unterbleiben.
- (2) Allmählich steigende Risikoaufschläge führen zu einem nur langsam, aber kontinuierlich steigenden Reformdruck. Der Staat hat somit Zeit für Korrekturen. Nationale Politiker werden dadurch weder in trügerische Sicherheit gewiegt, dass Reformen noch nicht erforderlich seien, noch plötzlich mit Zweifeln an der Schuldentragfähigkeit konfrontiert, die sie zu hastigen Gegenmaßnahmen zwingen, welche wiederum einen wirtschaftlichen Abschwung auslösen und damit erst recht die Schuldentragfähigkeit in Frage stellen würden.
- (3) Wenn sich der Staat dem Referenzwert nähert, verteuern sich die Kredite auch für die Unternehmen und Konsumenten. Diese haben somit Zeit und Gelegenheit, spätestens zu den nächsten Wahlen, ihre Präferenzen gegenüber ihren Politikern kundzutun.
- (4) Beseitigt werden die starken Anreize, eine Insolvenz möglichst lange hinauszuzögern und damit die Insolvenzkosten zu erhöhen.

**Übergangsregelung für Euro-Staaten, deren Schuldenstand 2014 mehr als 75% des BIP betrug.** Der Schuldenschnitt wird erst ausgelöst bei einem Schuldenstand von 15 Prozentpunkten über dem Schuldenstand von 2014. In jedem weiteren Jahr sinkt der Übergangsreferenzwert um einen Prozentpunkt, bis er den Referenzwert von 90% erreicht.

**Flankierende Unterbindung von Neuverschuldung über das Target-System.** Sinnvoll wäre ein kontinuierlicher Abbau der Target-Ungleichgewichte. Zumindest dürfen die Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten nicht weiter steigen. Dafür müssen neu entstehende Salden einmal im Jahr durch Übertragung handelbarer Wertpapiere ausgeglichen werden.

**Flankierende (Teil-)Abschirmung der Staaten gegen die Insolvenz von Finanzinstituten.** Die von der EU beschlossenen Abwicklungsvorschriften sind sachgerecht: Die Kosten einer Bankenabwicklung tragen nun vorrangig die Eigentümer, Gläubiger, Einleger ab 100.000 Euro und die europäischen Banken, subsidiär die betroffenen Staaten; notfalls kann der ESM dem Staat ein Darlehen gewähren oder die Banken direkt rekapitalisieren. Zusätzlich sollte der ESM dem europäischen Bankenabwicklungsfonds Darlehen für die Rekapitalisierung der betroffenen Banken gewähren können.

**Flankierende Abschirmung der Finanzinstitute gegen die Insolvenz von Staaten.** Staatsanleihen müssen mit Eigenkapital unterlegt werden; sonst sind die Folgen eines Schuldenschnitts zu dramatisch und der Schuldenschnitt wird unglaubwürdig. Das Volumen der von einem Finanzinstitut gehaltenen Staatsanleihen ist zu begrenzen.

**Folgen für die derzeitigen Vorkehrungen zur Sicherung der Solvenz von Euro-Staaten.** (1) Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist überflüssig und kann abgeschafft werden. (2) Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) vergibt Darlehen nur noch zur Rekapitalisierung von Banken. Die bisher üblichen klassischen Darlehen an Staaten zur Verhinderung von Staatsinsolvenzen sind nicht länger möglich.

## Literaturverzeichnis

- Eichengreen, B. (2011):** Coco for Europe, online unter: <http://www.project-syndicate.org/commentary/coco-for-europe>.
- Eucken, W. (2004):** Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen.
- EU-Kommission (2012a):** State Aid Scoreboard, Commission Staff Working Paper SEC(2012) 443.
- EU-Kommission (2012b):** Recommendation for a Council Recommendation on Germany's 2012 national reform programme and delivering a Council opinion on Germany's stability programme for 2012-2016.
- Bundesregierung (2013):** Frankreich und Deutschland – Gemeinsam für ein gestärktes Europa der Stabilität und des Wachstums, Pressemitteilung der Bundesregierung Nummer 187/13 vom 30. Mai 2013 anlässlich des Treffens der Bundeskanzlerin Merkel mit dem Französischen Staatspräsidenten Hollande.
- Gabriel S. und E. Marcon (2015):** Warum Europa zu einer Sozialunion werden muss, in Die Welt vom 25. Juni.
- Hayek, F. A. (2003):** Recht, Gesetz und Freiheit, Tübingen.
- Ifo-Institut (2015):** Target-Saldo der Nationalen Zentralbank mit dem Eurosystem, online unter: [https://www.cesifo-group.de/de/dms/ifodoc/docs/politikdebatte/C\\_Haftungspegel/Target-countries/Target-countries-2015-05-08.xlsx](https://www.cesifo-group.de/de/dms/ifodoc/docs/politikdebatte/C_Haftungspegel/Target-countries/Target-countries-2015-05-08.xlsx)
- Jeck, T. und B. Van Roosebeke (2010):** Rechtsbruch durch Bail-out-Darlehen, online unter: [www.cep.eu](http://www.cep.eu).
- Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz (2015):** Die Wirtschafts- und Währungsunion vollenden.
- Krueger, A. (2002):** A new approach to sovereign debt restructuring, Washington, D.C.
- Sinn, H.-W. (2012):** Die Europäische Fiskalunion, Ifo Working Paper No. 131, online unter: [www.cesifo-group.de](http://www.cesifo-group.de).
- Van Roosebeke, B. (2014):** The ESM's Direct Banking Recapitalisation of Banks - Looking Forward in Backstop-Questions, ceplInput 01|2014, online unter: [http://www.cep.eu/Studien/cepPolicyContribution\\_ESM\\_und\\_die\\_Bankenunion/ceplInput\\_ESM.pdf](http://www.cep.eu/Studien/cepPolicyContribution_ESM_und_die_Bankenunion/ceplInput_ESM.pdf)
- Voßwinkel, J. (2013):** Institutionelle Reformen und langfristige Regelungen zur Verhinderung zukünftiger Schuldenkrisen in der Europäischen Union, in: Dabrowski et al. (Hrsg.): Überwindung der EU-Schuldenkrise zwischen Solidarität und Subsidiarität S. 53–67.

Die in der Studie zitierten cepAnalysen sind zu finden online unter: [www.cep.eu](http://www.cep.eu).

**Die Autoren**

Prof. Dr. Lüder Gerken ist Vorstand des Centrums für Europäische Politik.

Dr. Matthias Kullas leitet am Centrum für Europäische Politik den Fachbereich Wirtschafts- und Stabilitätspolitik.

Dr. Bert Van Roosebeke leitet am Centrum für Europäische Politik den Fachbereich Finanzmärkte.

**cep | Centrum für Europäische Politik**

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg

Telefon +49 761 38693-0 | [www.cep.eu](http://www.cep.eu)

Das cep in Freiburg ist der europapolitische Think Tank der gemeinnützigen Stiftung Ordnungspolitik. Es ist ein unabhängiges Kompetenzzentrum zur Recherche, Analyse und Bewertung von EU-Politik.