

## Ansatzpunkte zur Bewältigung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum

*Im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise wurden verschiedene neue Mechanismen zur Koordination und Krisenbewältigung geschaffen. Der oftmals erhöhten gemeinschaftlichen Haftung stand aber mit Ausnahme der Bankenunion praktisch kein Ausbau einer gemeinschaftlichen Kontrolle gegenüber. Vielmehr wurde der ursprüngliche Ordnungsrahmen der Europäischen Währungsunion (EWU) im Grundsatz beibehalten. Trotz zusätzlicher Koordinierungsmechanismen agieren die Mitgliedstaaten in ihrer Finanz- und Wirtschaftspolitik weitgehend eigenverantwortlich. Für eine Übertragung von Souveränitätsrechten, wie sie für einen größeren Integrationssprung in eine umfassende Fiskal- oder politische Union nötig wäre, scheinen derzeit keine Mehrheiten zu bestehen. In diesem Fall sollten Reformbemühungen darauf abzielen, die für die EWU vereinbarten Grundprinzipien zu stärken und die auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik abzusichern.*

*Bei der Bewältigung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum ist eine Solvenzsicherung sowohl durch die anderen Mitgliedstaaten als auch das Eurosystem grundsätzlich untersagt. Somit ist es entscheidend, solide Staatsfinanzen auf nationaler Ebene abzusichern und die Finanzstabilität zu stärken, indem die negativen Wechselwirkungen zwischen Staaten und systemischen Finanzinstituten nachhaltig begrenzt werden. Letztlich muss in der Währungsunion auch der Extremfall eines staatlichen Zahlungsausfalls möglichst verkräftbar sein. Bei der Bewältigung fiskalischer Krisen steht der im Jahr 2012 gegründete Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) im Mittelpunkt. Dieser kann auf der Basis von Anpassungsprogrammen Finanzhilfen bei Liquiditätsproblemen bereitstellen. Dies setzt voraus, dass die Schulden des betreffenden Landes tragfähig sind.*

*Vor dem Hintergrund bisheriger Erfahrungen werden im vorliegenden Aufsatz Ansatzpunkte vorgestellt, um den Krisenlösungsmechanismus mittel- bis langfristig zu verbessern und auch eine notwendige Umschuldung geordnet durchführen zu können. Dies betrifft zum einen die standardisierten Bedingungen für künftige staatliche Anleiheemissionen. So könnte durch eine automatische Laufzeitverlängerung im Falle eines ESM-Programms besser zwischen vorübergehenden Liquiditäts- und grundlegenden Tragfähigkeitsproblemen unterschieden, die Eigenverantwortung von Investoren gestärkt, die Schlagkraft des ESM erhöht sowie die Risikoübertragung auf den öffentlichen Sektor und die übrigen Mitgliedstaaten begrenzt werden. Außerdem könnte für den Überschuldungsfall die erforderliche Einigung zwischen Schuldern und Gläubigern erleichtert und beschleunigt werden, indem das Mehrheitserfordernis in den Umschuldungsklauseln hin zu einem einstufigen Verfahren angepasst wird. Darüber hinaus erscheint es sinnvoll, für den Fall einer Umschuldung ein stärker regelgebundenes Verfahren sowie die Zuordnung der erforderlichen koordinierenden Aufgaben festzuschreiben, um einen geordneten und transparenten Ablauf zu sichern. Dies könnte die Probleme im Zusammenhang mit einer Staatsschuldenkrise eindämmen. Im Ergebnis könnte mit diesen Ergänzungen ein wichtiger Beitrag zur Stärkung des geltenden Haftungsausschlusses und der Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten geleistet und somit perspektivisch auch die Wahrscheinlichkeit einer staatlichen Überschuldung verringert werden.*

*Vorschläge zu einer besseren Bewältigung von Staatsschuldenkrisen*

## ■ Einleitung

Die Bundesbank hat im März 2015 einen Überblick über Veränderungen am Ordnungsrahmen der EWU seit dem Ausbruch der Finanz- und Schuldenkrise gegeben und Ansatzpunkte zu dessen Stärkung aufgezeigt.<sup>1)</sup> Der vorliegende Aufsatz befasst sich nun eingehender mit der Bewältigung von Staatsschuldenkrisen in der EWU einschließlich etwaiger Umschuldungen. Es werden zunächst zentrale Maßnahmen und Reformen in der EWU und die für die Herstellung eines konsistenten Ordnungsrahmens wichtigen Bausteine angesprochen. Danach werden ausgewählte Herausforderungen im Zusammenhang mit der Bewältigung staatlicher Finanzierungskrisen und etwaiger Umschuldungsnotwendigkeiten skizziert. Anschließend werden Ansatzpunkte für diesbezügliche Reformen dargelegt.

## ■ Finanz- und Staatsschuldenkrise hat Reformbedarf im Ordnungsrahmen der EWU offengelegt

*In der Krise wurden Hilfsmechanismen geschaffen und Reformen eingeleitet*

In der Finanz- und Schuldenkrise hatten einige Mitgliedstaaten der EWU den Zugang zur Kapitalmarktfinanzierung verloren, und die Finanzstabilität im Währungsraum erschien erheblich gefährdet. Angesichts dieser Risiken wurden Finanzhilfen von den anderen Mitgliedstaaten gewährt, und mit dem ESM wurde letztlich ein permanenter Hilfsfonds eingerichtet. Gleichzeitig wurde eine Reihe von Reformen ergriffen, die unter anderem die wechselseitige Verstärkung von Problemen im Finanzsektor und bei den Staatsfinanzen (Banken-Staaten-Nexus) vermindern sollen.<sup>2)</sup> Um gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen künftig zu vermeiden oder zu korrigieren, wurde das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten eingeführt. Zur Gewährleistung solider Staatsfinanzen sollte der Stabilitäts- und Wachstumspakt gehärtet und über nationale Regelungen stärker verankert werden. Die Bankenunion soll mit ihrer ersten Säule, dem einheitlichen

Aufsichtsmechanismus (SSM), dazu beitragen, Schief lagen im Bankensystem zu vermeiden. Mit der zweiten Säule, dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM), soll unter anderem vermieden werden, dass staatliche Mittel künftig zur Rettung des Bankensystems eingesetzt werden müssen.<sup>3)</sup>

Diese Reformen können einen Beitrag zur Prävention und Bewältigung künftiger Krisen leisten. Der dabei ausgeweiteten gemeinschaftlichen Haftung steht mit Ausnahme der Bankenunion aber praktisch kein wesentlicher Ausbau der gemeinschaftlichen Eingriffsrechte gegenüber. Zudem lassen Ausgestaltung und Umsetzung der Neuregelungen beispielsweise im Bereich der Fiskalregeln erhebliche Zweifel an deren Effektivität aufkommen.<sup>4)</sup> Auch bei der Eindämmung der Wirkungsrichtung fiskalischer Schief lagen vom Staat auf das Bankensystem wurden bislang keine ausreichenden Fort-

*Probleme der gegenwärtigen Ausgestaltung*

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, März 2015, S. 15 ff. Zu den Ursachen und Implikationen der Finanz- und Schuldenkrise siehe: Deutsche Bundesbank, Anpassungsprozesse in den Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht, Januar 2014, S. 13 ff. Für einen Überblick über empfohlene Maßnahmen und Reformen, siehe S. 46.

2 Die Rolle der Geldpolitik in der Finanzkrise und zur Vermeidung und Bewältigung von Krisen steht nicht im Fokus dieses Aufsatzes. Vgl. hierzu ausführlicher u. a.: Deutsche Bundesbank, Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, Monatsbericht, Juni 2016, S. 29 ff.; Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung der makroprudenziellen Politik für die Geldpolitik, Monatsbericht, März 2015, S. 41 ff.; sowie Deutsche Bundesbank, Konsequenzen für die Geldpolitik aus der Finanzkrise, Monatsbericht, März 2011, S. 55 ff.

3 Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, Monatsbericht, Juni 2014, S. 31 ff.; sowie Deutsche Bundesbank, Der Start in die Bankenunion – Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 45 ff.

4 Vgl. z. B.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Gebiet, Monatsbericht, Mai 2016, S. 64 ff.; Deutsche Bundesbank, Zur Umsetzung der fiskalischen Regeln in der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, Dezember 2014, S. 8 ff.; oder auch Europäischer Rechnungshof, Weitere Verbesserungen sind erforderlich, um die wirksame Anwendung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit zu gewährleisten, Sonderbericht Nr. 10/2016.

schritte erzielt.<sup>5)</sup> Insgesamt wurden etliche offene Flanken nicht geschlossen, und das Auseinanderfallen von Haftung und Kontrolle setzt potenziell gewichtige Fehlanreize für Akteure in der Politik und an den Finanzmärkten.<sup>6)</sup>

*Konsistenter  
Ordnungs-  
rahmen für die  
EWU notwendig*

Eine stärkere wirtschafts- und finanzpolitische Integration könnte eine konsistente Reformoption für den Euro-Raum darstellen. Auch wenn entsprechende Vorschläge häufig primär darauf abzielen, die Gemeinschaftshaftung noch mehr auszuweiten,<sup>7)</sup> wäre es aber bei einer stärkeren Integration notwendig, auch relevante Entscheidungskompetenzen auf demokratisch legitimierte europäische Institutionen zu übertragen und dabei insgesamt die Stabilitätsorientierung sicherzustellen.<sup>8)</sup> Eine Änderung der EU-Verträge wird von den nationalen Entscheidungsträgern allerdings derzeit nicht verfolgt, und für eine Abgabe von Souveränitätsrechten scheinen keine Mehrheiten zu bestehen. Solange dies so bleibt, muss es darum gehen, das für die EWU vereinbarte Regelwerk zu stärken.<sup>9)</sup> Danach basiert die EWU auf einer unabhängigen Geldpolitik mit eindeutigem Mandat zur Sicherung der Preisstabilität und setzt auf Eigenverantwortlichkeit der Mitgliedstaaten und der Finanzmarktakteure. Eine fiskalische Haftungsgemeinschaft und eine Staatsfinanzierung durch die Geldpolitik sind dagegen untersagt.

*Haftungs-  
ausschluss nur  
bei weiteren  
Reformen  
glaubwürdig*

Dies bedeutet, dass staatliche Finanzierungsprobleme bis hin zum Zahlungsausfall eines Mitgliedstaates der EWU nicht ausgeschlossen werden können. Die Krise hat allerdings offengelegt, dass dieser Rahmen an seine Grenzen stößt, wenn die volkswirtschaftlichen und politischen Kosten aus staatlichen Zahlungsschwierigkeiten im Vergleich zu einer Gewährung öffentlicher Finanzhilfen als gravierend höher eingeschätzt werden. Dies ist insbesondere zu erwarten, wenn die Finanzstabilität insgesamt bedroht erscheint und die Kosten eines Zahlungsausfalls kurzfristig, die von Finanzhilfen eher mittel- bis langfristig anfallen. Vor diesem Hintergrund wurde zwar mit dem ESM ein Hilfsmechanismus bei staatlichen Liquiditätsproblemen geschaffen. Er darf aber grundsätzlich

keine Mittel bei staatlicher Überschuldung bereitstellen, und ein Zahlungsausfall bleibt möglich. Daher sollten weitere Reformen darauf abzielen, eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik in den Mitgliedstaaten zu verankern, systemische Ansteckungseffekte so weit wie möglich zu verhindern und die Finanzstabilität insgesamt zu stärken. Letztlich müssen auch makroökonomische Ungleichgewichte oder eine ausufernde Staatsverschuldung bis hin zu einem (teilweisen) Zahlungsausfall verkräftbar sein. Andernfalls dürfte die EWU krisenanfällig bleiben. Einen Überblick über die von der Bundesbank im Monatsbericht März 2015 hierzu vorgeschlagenen und näher diskutierten Reformen und Maßnahmen gibt die nachfolgende Zusammenstellung auf Seite 46.

## Herausforderungen für den Krisenlösungsmechanismus bei Staatsschuldenkrisen

Im Zentrum der Bekämpfung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum steht der ESM. Dieser kann vom Finanzmarkt abgeschnittenen, aber

*Effektive Krisen-  
bewältigung  
mit Heraus-  
forderungen  
verbunden*

5 Um das Risiko von Banken aus Forderungen gegenüber Staaten zu begrenzen, wird derzeit diskutiert, die regulatorische Bevorzugung von Staatsschuldtiteln zurückzudrängen. Es wäre wichtig, auch diese Forderungen risikoadäquat mit Eigenkapital zu unterlegen und Großkreditgrenzen anzulegen, um den Banken-Staaten-Nexus zu durchbrechen. Dabei wäre darauf zu achten, dass etwaige Verluste, die an anderer Stelle außerhalb der Bankbilanzen auftreten können, für den Finanzmarkt insgesamt verkräftbar bleiben. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Abbau der regulatorischen Privilegierung von Staatsschulden, Geschäftsbericht 2014, S. 23 ff.

6 Vgl. z. B.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum, Sondergutachten, Juli 2015.

7 Vgl.: J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz, Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Bericht der fünf Präsidenten, Brüssel, Juni 2015.

8 Ohne Transfer entsprechender Entscheidungskompetenzen ist eine effektive Kontrolle gemeinschaftlicher Haftungsinstrumente nicht gewährleistet. Vgl.: Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills, Finaler Bericht, März 2014.

9 Vgl. z. B.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland, Jahresgutachten 2012/13, S. 102 ff.; sowie Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2013/14, S. 156 ff.

## Überblick über ausgewählte Empfehlungen und Maßnahmen <sup>\*)</sup>

Finanzstabilität	Finanzpolitik	Wirtschaftspolitik
Verlustresistenz von Banken erhöhen: Eigenkapitalanforderungen und/oder Leverage Ratio  Makroprudenzielles Instrumentarium konsequent einsetzen und weiterentwickeln  Integration Eigen- und Fremdkapitalmärkte verbessern – Einheitlicher Rechtsrahmen – Diversifizierte Kreditvergabe  Trennung von Geldpolitik und Bankenaufsicht  Einheitlicher Abwicklungsmechanismus (SRM) – Ausreichendes bail-in-fähiges Kapital – Bail-in strikt anwenden und nicht lebensfähige Banken konsequent abwickeln – Gemeinsamer fiskalischer Absicherungsmechanismus mit nationalem Selbstbehalt  Auch Finanzsystem außerhalb des Bankensektors angemessen regulieren (z. B. Schattenbanken)  Regulatorische Entprivilegierung von Staatsanleihen – Eigenkapitalunterlegung – Großkreditgrenzen – Anpassung der Liquiditätsregulierung  <b>Neugestaltung von Staatsanleiheverträgen <sup>1)</sup></b> – Umschuldungsklauseln mit einstufiger Aggregation – Automatische Laufzeitverlängerung bei ESM-Hilfe  <b>Rahmen für geregelte staatliche Insolvenz schaffen <sup>1)</sup></b>	Unabhängige Institution zur Haushaltsüberwachung schaffen  Fiskalregeln – Einfacher und transparenter ausgestalten und stringent umsetzen – Einheitliche und nachvollziehbare Überwachung – Weniger diskretionärer Entscheidungsspielraum – Automatismus bei Korrekturmaßnahmen erhöhen – Schuldenquote stärker berücksichtigen  ESM – Konditionierte Liquiditätshilfen – Zinsaufschläge bei Hilfen – <b>Stärkere Rolle im etwaigen Insolvenzprozess <sup>1)</sup></b> – Außerordentliche fiskalische Maßnahmen, um Schuldenschnitt abzuwenden beziehungsweise abzumildern	Ungleichgewichtsverfahren überprüfen und gegebenenfalls anpassen, sobald ausreichende Erfahrungen vorliegen; stringent umsetzen  Europäische Koordinationsmechanismen straff und transparent gestalten  Grenzüberschreitende Wechselwirkungen beachten, aber keine wirtschaftspolitische Feinststeuerung durch zentrale Ebene
Geldpolitik		
Kernziel Preisstabilität im Fokus halten  Grenzen des Mandats eher eng auslegen, um Unabhängigkeit zu legitimieren  Einheit von Haftung und Kontrolle in anderen Bereichen nicht unterlaufen, Marktprozesse nicht verzerren	Keine Verantwortung für Finanzstabilitätsrisiken aus Solvenzproblemen von Staaten und Banken übernehmen  Keine Gemeinschaftshaftung für staatliche Solvenzrisiken über die Bilanz der Zentralbanken erwirken  Institutionelle Trennung von Geldpolitik und Bankenaufsicht	
* Vgl.: Deutsche Bundesbank, Überblick über ausgewählte Empfehlungen und Maßnahmen, Monatsbericht, März 2015, S. 23. <b>1</b> Im vorliegenden Aufsatz vertieft behandelte Aspekte. Deutsche Bundesbank		

nicht überschuldeten Staaten im Gegenzug zu einem wirtschafts- und finanzpolitischen Anpassungsprogramm Finanzhilfen gewähren.<sup>10)</sup> Bestehen trotz angemessener Eigenanstrengung erhebliche Zweifel bezüglich der Schuldentragfähigkeit, sind diese vorab durch geeignete Maßnahmen auszuräumen, zum Beispiel durch die Beteiligung privater Gläubiger (Umschuldung). Mit Blick auf eine effektive Krisenlösung geht es insbesondere darum, gesamtwirtschaftliche Schäden möglichst gering zu halten, eine stabile wirtschaftliche Entwicklung zu unterstützen und die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu sichern.

## Zeitweilige Finanzierungs- von grundlegenden Tragfähigkeitsproblemen unterscheiden

Bei akuten Finanzierungsschwierigkeiten eines Staates am Kapitalmarkt ist oft schwierig festzustellen, ob es sich um einen vorübergehenden Engpass handelt, der durch ein Hilfsprogramm mit Liquiditätsdarlehen überwunden werden kann, oder ob ein grundlegendes Problem der Zahlungsfähigkeit oder auch der Zahlungswillig-

*Verlässliche Einschätzung akuter staatlicher Finanzierungsprobleme*

**10** Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den Beschlüssen des Europäischen Rates zur künftigen Vermeidung und Bewältigung von Staatsschuldenkrisen, Monatsbericht, April 2011, S. 53 ff.

keit eines Staates vorliegt. Eine entscheidende Rolle spielen dabei die Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Perspektiven und insbesondere das Durchsetzungsvermögen von Regierungen bei unpopulären Konsolidierungsbeschlüssen. Oftmals dürfte sich erst im Verlauf eines Anpassungsprogramms zeigen, ob sich die Ursachen akuter Finanzierungsschwierigkeiten durch die Umsetzung der vereinbarten Reformen beheben lassen (Liquiditätsproblem) oder ob eine Schuldenrestrukturierung erforderlich ist (grundlegendes Tragfähigkeitsproblem). Ein Krisenlösungsmechanismus sollte sowohl vermeiden, dass bei einem Liquiditätsproblem eine Umschuldung vorgenommen wird als auch dass bei einem Tragfähigkeitsproblem Gläubiger vollständig ausgezahlt werden.

## Staat und Investoren in der Verantwortung halten

*Eigenverantwortung von Staaten und Investoren erhalten*

Eine effektive Krisenbewältigung sollte die Eigenverantwortung des betroffenen Mitgliedstaates und der Investoren bewahren. So sollten die Bürgerinnen und Bürger der Mitgliedstaaten im Rahmen des Anpassungsprogramms maßgeblich in der Verantwortung für die Lösung der nationalen Finanzprobleme bleiben. Die innerstaatliche Verteilung von Anpassungskosten ist letztlich vom Mitgliedstaat eigenverantwortlich zu entscheiden und umzusetzen (Ownership). Für den Fall, dass sich im weiteren Zeitverlauf zeigt, dass die staatliche Zahlungsfähigkeit allein hierdurch nicht wiederhergestellt werden kann, sollten die Gläubiger in der Verantwortung für ihre Investitionsentscheidung bleiben und nicht durch öffentliche Finanzhilfen aus der Haftung entlassen werden.

## Verzögerung notwendiger Anpassungsmaßnahmen vermeiden

Bei staatlichen Finanzierungsproblemen könnten sowohl das Schuldnerland als auch seine

Gläubiger daran interessiert sein, den Einstieg in die Krisenlösung zu verzögern (Gambling for resurrection). Eine Regierung dürfte häufig die politischen Kosten eines Anpassungsprogramms oder einer Umschuldung vermeiden wollen. Auch kurzfristig eher negative Auswirkungen einer erforderlichen Konsolidierung auf die Wirtschaftsentwicklung dürften dazu führen, dass auf eine Besserung der wirtschaftlichen Lage ohne Maßnahmen gehofft und eine gegebenenfalls notwendige Restrukturierung so lange hinausgezögert wird, bis diese unvermeidbar geworden ist. Gläubiger haben naturgemäß ein Interesse an einer vollständigen Auszahlung ihrer Forderungsansprüche. Sie werden darauf hoffen, dass eine möglicherweise notwendige Umschuldung verzögert wird, unterbleibt oder die Anpassungskosten durch andere private oder öffentliche Gläubiger übernommen werden. Eine verzögerte Krisenlösung ist allerdings mit längerer Unsicherheit verbunden, und in der Regel dürften die weitere Wirtschaftsentwicklung belastet und die volkswirtschaftlichen Kosten erhöht werden. Insofern kommt es darauf an, die notwendigen Anpassungsprozesse zügig einzuleiten.<sup>11</sup> Gleichzeitig darf ein solcher Mechanismus aber keine Möglichkeit für Staaten bieten, sich ihrer Schuldenlast auf einfache Weise zu entledigen. Die Anreize zu einer nachhaltigen Finanz- und Wirtschaftspolitik müssen erhalten bleiben.

## Schlagkraft des ESM zur Krisenbewältigung erhalten

Der ESM verfügt über begrenzte Mittel, schon daher gilt es, den Mitteleinsatz des ESM im Einzelfall so gering wie möglich zu halten. Dies gilt aber auch im Hinblick auf die Anreize von Investoren zur angemessenen Risikobewertung sowie auf eine Begrenzung der Belastung der Steuerpflichtigen in den Hilfe gebenden Staa-

*Neigung zu verspätetem Einstieg in Krisenlösung entgegenwirken*

*Je höher der ESM-Mittelbedarf im Einzelfall, umso niedriger dessen Schlagkraft*

<sup>11</sup> Die Reduktion von Unsicherheiten ist auch beim Umgang mit Schuldenproblemen im privaten Sektor von zentraler Bedeutung. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Anpassungsprozesse in den Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion, a. a. O.

ten. Bei den bisherigen Hilfsprogrammen wurden jedoch große Teile der öffentlichen Mittel zur Finanzierung fällig werdender Anleihen genutzt und insofern schnell aufgezehrt und private Investoren zumindest teilweise aus der Haftung entlassen.

## Bei unvermeidlicher Restrukturierung effizient vorgehen

*Effektive Krisenbewältigung durch strukturiertes Vorgehen im Überschuldungsfall, ...*

Akute staatliche Finanzierungsschwierigkeiten und eine drohende Überschuldung bergen die Gefahr einer ungeordneten Entwicklung und schränken nicht nur den finanzpolitischen Gestaltungsspielraum ein, sondern belasten zudem das Finanzsystem und im Extremfall sogar die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft insgesamt. Aufgrund der engen (finanz-)wirtschaftlichen Verflechtungen im Euro-Raum sind Ausstrahlungseffekte auf die anderen Mitgliedstaaten absehbar. Der ESM soll einer krisenhaften Zuspitzung vorbeugen und die volkswirtschaftlichen Kosten einer ansonsten eher ungeordneten Entwicklung vermeiden. Die derzeitigen Regelungen enthalten indes keine vorab geregelte Vorgehensweise, um im Falle einer staatlichen Überschuldung die dann unvermeidbare Schuldenrestrukturierung durchzuführen. Ein effektiver Krisenbewältigungsmechanismus sollte hier aber im Interesse aller Beteiligten Planungssicherheit schaffen und einen reibungsarmen Ablauf von Umschuldungsverhandlungen fördern. So können die Belastungen aus Konsolidierungsmaßnahmen, Schuldenschnitt und gesamtwirtschaftlichen Nebenwirkungen begrenzt werden. Hierzu gilt es einen Interessenausgleich zwischen den Beteiligten herzustellen und die Gleichbehandlung von Forderungen zu unterstützen, insbesondere auch indem die damit verbundenen Koordinationsprobleme verringert werden.<sup>12)</sup>

*... das unter anderem Holdout-Problematik begrenzt*

Aus Sicht der Gläubiger ist es vorteilhaft, einem Schuldenschnitt zuzustimmen, wenn andernfalls noch höhere Verluste zu befürchten sind und der Wert ihrer danach verbleibenden Ansprüche sicherer erscheint. Letzteres setzt Ver-

trauen in den Krisenbewältigungsmechanismus, die Reform- und Zahlungswilligkeit des Schuldnerlandes und verbesserte gesamtwirtschaftliche und finanzielle Perspektiven im Anschluss an die Restrukturierung voraus. Bestehen diesbezüglich Zweifel, werden Gläubiger eher versuchen, Verluste zu vermeiden und auf die reguläre Auszahlung ihrer Ansprüche setzen.<sup>13)</sup> Potenzielle Konflikte zwischen den Gläubigergruppen verschärfen das Problem, insbesondere, wenn sich einzelne Investoren unkooperativ verhalten und ihre Forderungen auf Kosten der übrigen Gläubigergemeinschaft durchsetzen können (Holdout). Die Zustimmung der Gläubiger zu einer Umschuldung dürfte umso wahrscheinlicher erfolgen, je geringer ein Forderungsverzicht ausfällt. Dies birgt das Risiko einer zu geringen Umschuldung und somit einer eventuell wiederholten Restrukturierungsnotwendigkeit oder einer künftigen Belastung des Krisenlösungsmechanismus.

---

<sup>12</sup> Die Erfahrungen im Zusammenhang mit der im Jahr 2012 durchgeführten Schuldenrestrukturierung für Griechenland veranschaulichen die Probleme bei der derzeitigen Vorgehensweise. Im Rahmen des ersten Hilfsprogramms wurde von einem Liquiditätsproblem ausgegangen. Private Gläubiger wurden im weiteren Verlauf mit Fälligkeit ihrer Schuldtitel aus der Haftung entlassen und Risiken auf die öffentlichen Gläubiger übertragen. Im Rahmen des zweiten Hilfsprogramms wurde die Überschuldung Griechenlands offensichtlich. Die Beteiligung der noch vorhandenen privaten Gläubiger bei der Schuldenrestrukturierung wurde dabei durch eine nachträgliche Änderung der Anleiheverträge unter griechischem Recht und den Einsatz zusätzlicher Finanzmittel aus den fiskalischen Hilfsmechanismen erreicht. Gleichzeitig wurden Gläubiger, die überwiegend Staatsanleihen Griechenlands hielten, die unter einer anderen Rechtsprechung begeben worden waren, vollständig ausgezahlt. Vgl.: Committee on International Economic Policy and Reform, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Bericht, Brookings Institution, Oktober 2013; sowie J. Zettelmeyer, C. Trebesch und M. Gulati (2013), *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, *Economic Policy* 28(75), S. 513–563. Der weit überwiegende Teil der Schuldenrestrukturierungen erfolgte in den letzten Jahrzehnten für Entwicklungs- und Schwellenländer. Vgl.: D. Udaibir, M. Papaioannou und C. Trebesch (2012), *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data and Stylized Facts*, IMF Working Paper 12/203. Die Herausforderungen bei der Krisenlösung und -bewältigung im Euro-Raum unterscheiden sich hiervon.

<sup>13</sup> Auch andere Staaten oder multilaterale Institutionen könnten als Gläubiger einen Anreiz haben, auf eine Besserung der Lage ohne Restrukturierung zu setzen, da diese Akteure zusätzlich zu den finanziellen Verlusten potenziell auch erhebliche politische Kosten in Betracht ziehen.

## Reformoptionen für einen Krisenlösungsmechanismus bei Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum

*Verbesserung künftiger Krisenbewältigung*

Im Folgenden werden Optionen für Verbesserungen des bestehenden Krisenlösungsmechanismus vorgestellt. Dabei handelt es sich um Änderungen gegenüber den aktuellen Standards der Staatsanleihebedingungen der EWU-Mitgliedstaaten sowie um Kernelemente eines strukturierteren Verfahrens bei einer etwaigen Umschuldung.

### Änderung der standardisierten Staatsanleihebedingungen von EWU-Mitgliedstaaten

#### Automatische Laufzeitverlängerung bei ESM-Programmen

*Automatische Laufzeitverlängerung bei ESM-Programmen mit Vorteilen*

Die Mitgliedstaaten der EWU finanzieren sich weit überwiegend über Anleihen, für die sie standardisierte Anleihebedingungen vereinbart haben. Diese könnten für neu emittierte Anleihen durch einen Passus ergänzt werden, nach dem sich die jeweilige Laufzeit automatisch um beispielsweise drei Jahre zu identischen Konditionen verlängert, sobald für einen Mitgliedstaat ein ESM-Programm vereinbart wird.<sup>14)</sup> Von besonderer Bedeutung ist dabei, dass die Verlängerung keine Restrukturierung und kein Kreditereignis darstellt, da sie Bestandteil der Anleihebedingungen und beim Kauf der Anleihe bekannt wäre.

*Problematik verlässlicher Einschätzung der Ursachen akuter Finanzierungsschwierigkeiten ...*

Vor einer Gewährung von Finanzhilfen des ESM muss die Schuldentragfähigkeit eingeschätzt werden. Bei einer Überschuldung wäre zunächst eine Restrukturierung erforderlich. Würde fälschlicherweise ein Liquiditätsengpass als Überschuldung eingestuft, so würde potenziell eine eigentlich unnötige Restrukturierung mit all ihren unerwünschten Nebenwirkungen vorgenommen. Relevanter dürfte in der Praxis allerdings wohl sein, dass eine Umschuldungsnotwendigkeit zunächst nicht als solche erkannt und lediglich ein Liquiditätsproblem festgestellt wird.<sup>15)</sup> Mit den Finanzhilfen werden bei der aktuellen Ausgestal-

tung Gläubiger fällig werdender Titel ausgezahlt. Die Steuerpflichtigen der Hilfe gewährenden Staaten übernehmen im Zuge des Programms umfangreiche Risiken, da neben den Defiziten (einschl. der Zinszahlungen auf die Staatsschulden) auch die in der Regel weitaus gewichtigeren Tilgungszahlungen finanziert werden.

Durch die automatische Laufzeitverlängerung würde das Diagnoseproblem deutlich entschärft. Falls kein Umschuldungsbedarf festgestellt wird, könnte ein Land zur Deckung seines Finanzbedarfs im Rahmen eines ESM-Programms Finanzhilfen erhalten,<sup>16)</sup> Anpassungsmaßnahmen würden beschlossen und kontrolliert umgesetzt, und die Anleihegläubiger blieben in der Haftung. Eine Entscheidung im Hinblick auf eine etwaige Umschuldungsnotwendigkeit könnte im weiteren Verlauf getroffen werden, wenn sich bei Programmfortschritt die gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Aussichten des Mitgliedstaates klarer abzeichnen. Durch die Laufzeitverlängerung könnte eine im weiteren Verlauf möglicherweise erforderliche Restrukturierung unter geringerem Zeitdruck, bei gesicherterem Ausblick und damit zielgenauer sowie geordneter verlaufen.

*... würde spürbar entschärft*

Der Mitteleinsatz des ESM je Hilfsprogramm würde gegenüber dem Status quo erheblich reduziert. Damit würde seine Schlagkraft und

*Verringerte Risikoübernahme öffentlicher Gläubiger erhöht Schlagkraft des ESM*

<sup>14</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ein Vorschlag zu einer ziel-führenden Privatsektorbeteiligung für Anleiheemissionen ab Mitte 2013, Monatsbericht, August 2011, S. 72–75; und Bank of England, Sovereign default and state-contingent debt, Financial Stability Paper 27, November 2013. Die bisherigen Programme waren auf eine Laufzeit von drei Jahren angelegt. In dieser Zeit dürfte sich die Unsicherheit über die weitere Entwicklung erheblich reduzieren.

<sup>15</sup> Dieses Diagnoseproblem ist insbesondere bei der aktuellen Ausgestaltung der ESM-Hilfsprogramme ein Problem.

<sup>16</sup> Eine vorläufige Laufzeitverlängerung könnte schon mit Antragstellung ausgelöst werden, sofern diese zunächst auf den im Rahmen eines Verfahrens vorzusehenden Entscheidungszeitraum (wohl etwa ein bis zwei Monate) für ein Hilfsprogramm begrenzt wäre. Dies würde das Risiko eines ungewollten Zahlungsausfalls senken und Investoren für den Verhandlungszeitraum in der Haftung halten. Erst bei Verabschiedung des ESM-Programms würden sich die Anleihen dann automatisch um drei Jahre verlängern. Etwaige Überbrückungshilfen zur Deckung darüber hinaus auftretender akuter Finanzbedarfe müssten besonders besichert werden und wären wie reguläre Finanzhilfen im Falle einer Umschuldung auszunehmen.

Glaubwürdigkeit als Stabilisierungsmechanismus gestärkt. Die Risiken für die Steuerpflichtigen der übrigen Mitgliedstaaten würden deutlich vermindert.

*Gestärkte Anreize zu nachhaltiger Finanzpolitik durch Verknüpfung mit Anpassungsprogramm ...*

Eine automatische Verlängerung der Laufzeit bei staatlichen Finanzierungsproblemen könnte zwar einen Anreiz für Regierungen bieten, aufgrund der gewonnenen Zeit notwendige politisch unbequeme Reformen zu verschieben. Durch die Verknüpfung der automatischen Laufzeitverlängerung mit einer Verpflichtung auf ein zielgerichtetes Reformprogramm könnte dem jedoch entgegengewirkt werden. Für die Gläubiger ergibt sich zwar einerseits eine Laufzeitverlängerung der erworbenen Titel, andererseits sollte sich gegenüber einem Vorgehen ohne Programm die Rückzahlungswahrscheinlichkeit erhöhen, da die Finanzhilfen und Anpassungsmaßnahmen den Ausblick für die Tragfähigkeit deutlich verbessern dürften. Auch wird eine Restrukturierung insgesamt unwahrscheinlicher als ohne Programm. Damit bliebe auch ein Interesse der Gläubiger an einer Erfolg versprechenden Umsetzung des Anpassungsprogramms erhalten.

*... und verbesserter Risikosensitivität von Investoren*

Mit Einführung der Laufzeitverlängerung könnten sich die staatlichen Finanzierungskosten am ehesten für solche Mitgliedstaaten erhöhen, bei denen Investoren innerhalb der regulären Anleihefrist ein ESM-Programm für möglich halten. Diese Investoren würden dann davon ausgehen, dass mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit die Verlängerung greift. Für sich genommen wäre aber wohl nicht zu erwarten, dass die Laufzeitverlängerung zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten führt, die insgesamt über die Kosten einer Anleihe mit einer drei Jahre längeren Laufzeit hinaus gehen, wobei dann aber bereits fest von einem ESM-Programm ausgegangen würde. Sofern die Zinsstrukturkurve bei einer mittel- bis längerfristigen Verschuldung eher flach verläuft, dürften sich Zins-effekte insgesamt in Grenzen halten.<sup>17)</sup> Sollte dies die Finanzierungsprobleme eines Landes mit zweifelhafter Finanzlage erhöhen und deswegen frühzeitig ein Antrag auf Finanzhilfen

des ESM gestellt werden, würde dies im Übrigen auch der Tendenz entgegenwirken, notwendige Anpassungsmaßnahmen aufzuschieben und wäre insofern nicht negativ zu werten.

## Reform der standardisierten Umschuldungsklauseln

Seit dem Jahr 2013 sind für Anleihen der EWU-Mitgliedstaaten mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr standardisierte Umschuldungsklauseln (Euro-Collective Action Clauses: Euro-CAC) vorgeschrieben.<sup>18)</sup> Diese sehen vor, dass eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger einer einzelnen Anleiheserie eine Änderung der Anleihebedingungen beschließen kann, die dann für alle Gläubiger dieser Serie bindend ist.<sup>19)</sup> Stimmt vorab eine qualifizierte Mehrheit des beschlussfähigen Nennwerts aller mit den Umschuldungsklauseln ausstehenden Anleiheserien einer Änderung der Anleihebedingungen zu, sinkt das Mehrheitserfordernis für die Änderung der Bedingung auf Ebene der einzelnen Serie (zweistufiges Mehrheitserfordernis). Dies reduziert Anreize zum Holdout. Solch eine zweistufige Entscheidung kann aber nicht verhindern, dass durch den Erwerb eines hinreichend hohen Anteils an einer einzelnen Anleiheserie eine

*2013 eingeführte Umschuldungsklauseln für Staatsanleihen der Euro-Länder verbessern Koordination der Gläubiger*

<sup>17</sup> Dem Szenario einer programmbedingten Verschiebung der Fälligkeiten und Zahlungstermine um drei Jahre wäre ein Barwertverlust der Schuldtitel zuzuordnen, dessen Höhe von der Zinsstrukturkurve abhängt. Je höher dieser Barwertverlust ausfällt und je wahrscheinlicher die Investoren einen Programmeintritt einschätzen, desto höher dürfte der von ihnen geforderte Aufschlag sein.

<sup>18</sup> Umschuldungsklauseln bei Anleihen mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr und bei Anleihen der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften sowie in Kreditverträgen sind derzeit nicht zwingend vorgeschrieben. Vgl.: EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, Collective Action Clause Explanatory Note, Juli 2011; und Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, März 2012. Die Wirksamkeit der Reformvorschläge würde leiden, wenn diese Finanzierungsformen nicht eingeschlossen und verstärkt eingesetzt würden.

<sup>19</sup> Das Mehrheitserfordernis unterscheidet sich nach der beabsichtigten Anpassung (wesentliche oder weniger wesentliche Anleihebedingung), der Abstimmungsprozedur (Gläubigerversammlung oder schriftlich) und danach, ob eine Änderung nur für eine einzelne Anleiheserie („single series“) oder gleichzeitig für mehrere Anleiheserien („cross series“) gelten soll. Stimmt eine qualifizierte Mehrheit einer Schuldenrestrukturierung zu, sind davon auch Anleihen betroffen, die von anderen Staaten, dem Eurosystem oder multilateralen Institutionen gehalten werden.

Sperrminorität erlangt wird. Es ist daher nicht ausgeschlossen, dass Investoren gegen das Votum der Gläubigergemeinschaft eine Restrukturierung ihrer Anleihe blockieren und auf eine vollständige Erfüllung der Forderungsansprüche hinwirken können.<sup>20)</sup>

*Einstufiges  
Mehrheits-  
erfordernis  
neutralisiert  
Anreize zum  
Holdout und  
zum Erwerb von  
Sperrminoritäten*

Die Einführung von umfassenderen Aggregationsklauseln würde eine Schuldenrestrukturierung vereinfachen und beschleunigen. So könnte festgelegt werden, dass bereits eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger über alle mit der entsprechenden Klausel versehenen Staatsanleihen hinweg ausreicht, um insgesamt eine Schuldenrestrukturierung auszulösen (einstufiges Mehrheitserfordernis).<sup>21)</sup> Die Zustimmung der Halter jeder einzelnen Anleihe wäre dann nicht mehr erforderlich. Die Gläubiger müssten nicht mehr befürchten, dass die Restrukturierungslasten aus einem erfolgreichen Holdout einzelner Investoren auf die übrige Gläubigergemeinschaft verlagert werden. Dies sollte die Möglichkeit zum Holdout und den Anreiz zum Erwerb von Sperrminoritäten spürbar reduzieren. Für einstufige Umschuldungsklauseln könnte im Grundsatz das Mehrheitserfordernis der aktuellen ersten Stufe der serienübergreifenden Umschuldung der Euro-CAC beibehalten werden.<sup>22)</sup> Darüber hinaus könnte erwogen werden, das Mehrheitserfordernis für den speziellen Fall weiter abzusenken, dass die Restrukturierung im Rahmen eines ESM-Programms vorgenommen werden soll.<sup>23)</sup> Dies könnte den Krisenlösungsmechanismus stärken. Gleichwohl ist darauf zu achten, dass die Stellung der Anleihegläubiger nicht übermäßig geschwächt wird. Dabei wäre auch darauf zu achten, eine Zersplitterung der Emissionen der Mitgliedstaaten in solche mit unterschiedlicher CAC-Ausstattung zu vermeiden.

## Geordnetes Verfahren für etwaige Umschuldungen im Rahmen eines ESM-Programms

Der Hilfs- und Krisenlösungsmechanismus des ESM setzt für die Gewährung von Finanzhilfen

die Rückzahlungsfähigkeit des Programmlandes voraus. Andernfalls ist eine Umschuldung unter Beteiligung der privaten Investoren erforderlich – vor Programmbeginn oder im weiteren Verlauf, wenn dies erst später ersichtlich wird. Für diesen Fall ist es sinnvoll, vorab ein verlässliches und transparentes Vorgehen festzulegen.<sup>24)</sup> Dies sollte größere Planungssicherheit bieten und dazu beitragen, Reibungsverluste, gesamtwirtschaftliche Kosten und letztlich auch den Schuldenschnitt selbst so gering wie möglich zu halten.<sup>25)</sup> Ein regelgebundeneres Verfahren ist auch besser geeignet, Ansprüche aus Anleihen und Krediten in Umschuldungsverhandlungen einzubeziehen.

*Regelgebundenes Verfahren könnte Effektivität der Krisenbewältigung stärken*

<sup>20</sup> Vgl. z. B.: Internationaler Währungsfonds (IWF), Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring, IMF Policy Paper, September 2014.

<sup>21</sup> Die Einführung einstufiger Aggregationsklauseln erfordert eine Anpassung der einheitlichen CAC der Staaten des Euro-Raums (Art. 12 Abs. 3 des ESM-Vertrags) sowie der entsprechenden nationalen Regelungen, wie etwa der §§ 4a ff. des Bundesschuldenwesengesetzes.

<sup>22</sup> Die erste Stufe erfordert gemäß Euro-CAC bei einer Gläubigerversammlung eine qualifizierte Mehrheit von 75% des anwesenden Kapitals bei einem Quorum von 66⅔% des Nominalwerts der insgesamt davon betroffenen Anleiheserien bzw. im Falle eines schriftlichen Verfahrens die Zustimmung von 66⅔%. Werden diese Mehrheiten erreicht, verringern sich die Mehrheitsanforderungen in der zweiten Stufe der jeweiligen Anleiheemissionen.

<sup>23</sup> Mehrheitserfordernisse sind auch für den Erwerb von Staatsanleihen am Sekundärmarkt durch das Eurosystem wie etwa im Rahmen eines breit angelegten Aufkaufprogramms (Public Sector Purchase Programme: PSPP), bedeutsam.

<sup>24</sup> Um die Finanzlage und Schuldentragfähigkeit eines Staates möglichst objektiv einzuschätzen, könnte für das Verfahren die bisher nach Möglichkeit vorgesehene Beteiligung des IWF mit seiner Expertise bei der Begleitung von Reform- und Anpassungsprogrammen und der bedarfsweise erforderlichen Umschuldungen weiterhin von Vorteil sein.

<sup>25</sup> Zu weiteren Vorschlägen für ein geordnetes Verfahren siehe: F. Gianviti et al. (2010), A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, Bruegel blueprint series, Volume 10; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11; G. Corsetti et al., A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt, Monitoring the Eurozone 1, CEPR Press, März 2015; und G. Corsetti et al., Reinforcing the Eurozone and Protecting an Open Society, Monitoring the Eurozone 2, CEPR Press, Mai 2016. Siehe auch: C. Fuest, F. Heinemann und C. Schröder, A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns in the Euro Area, Journal of Common Market Studies 54(2), S. 301–317; und: J. Andritzky et al., A mechanism to regulate sovereign debt restructuring in the Euro Area, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Arbeitspapier 04/2016, Juli 2016.

## Zu weiteren Vorschlägen für reformierte Anleihevertragsbedingungen

In diesem Monatsberichtsbeitrag werden mit der automatischen Laufzeitverlängerung bei ESM-Programmen und Anpassungen der Mehrheitserfordernisse in den Umschuldungsklauseln wesentliche Ansatzpunkte für grundlegende Veränderungen der Staatsanleihebedingungen der EWU-Mitgliedstaaten vorgestellt, die – eingebettet in Reformen am Ordnungsrahmen – einen Beitrag zur besseren Krisenbewältigung leisten können. Darüber hinaus werden derzeit noch weitere Änderungen der Vertragsbedingungen künftiger Anleiheemissionen diskutiert. Zwei dieser Elemente werden im Folgenden kurz skizziert und diskutiert. Weitere Analysen wären aber erforderlich, um die jeweils erhofften Vorteile gegen die potenziellen Nachteile besser abwägen zu können.

### Tranchierung von Anleihen in Teile mit niedrigerem und höherem Verlustrisiko

Um die negativen Konsequenzen staatlicher Finanzierungsprobleme auf die Finanzmärkte zu mindern und den Haftungsauschluss in der EWU zu stärken, kommt es entscheidend darauf an, die anhaltend starke Verflechtung von Banken und Staaten im Euro-Raum zu durchbrechen. Insbesondere soll die Bankenunion dazu beitragen, Schieflagen im Bankensystem zu vermeiden und zu verhindern, dass staatliche Mittel zu dessen Rettung benötigt werden. Es wäre aber auch eine grundlegende Änderung der Banken- und Finanzmarktregulierung erforderlich, bei der Staatsanleihen nicht mehr wie bisher als risikofrei eingestuft werden.<sup>1)</sup>

Mit dem Ziel, unerwünschte Verwerfungen aus staatlichen Tragfähigkeitsproblemen zu vermeiden, wurden Reformen vorgeschlagen, die einerseits das Volumen an sicheren Vermögenswerten für die Finanzmärkte

erhöhen und Anreize zur Diversifizierung stärken, andererseits aber keine weitere gemeinschaftliche Haftung implizieren sollen. Aktuell werden hierzu verschiedene Konzepte diskutiert.<sup>2)</sup> Ein konkreter Vorschlag zielt darauf ab,<sup>3)</sup> die Anleihen aller EWU-Staaten nach einem festgelegten Schlüssel in einer Anleihe zu bündeln, wobei die einzelnen Staaten weiterhin nur für die von ihnen emittierten Anleihen haften. Die neuen verbrieften Anleihen würden dann in einen Junior-Teil („first loss“) und einen Senior-Teil („second loss“, sog. European Safe Bonds oder kurz ESBies) tranchiert. Damit verbunden wäre die Ausnahme der Senior-Teile von der – grundsätzlich für erforderlich gehaltenen – Schärfung der Banken- und Finanzmarktregulierung im Hinblick auf das Halten von Staatsanleihen. Aufgrund der Kombination aus Diversifizierung und Tranchierung könnten solche ESBies in der Tat dazu beitragen, das Volumen an sicheren Vermögenswerten für die Finanzmärkte zu erhöhen, obwohl die einzelnen Mitgliedstaaten weiterhin autonom ihre Anleihen begeben.<sup>4)</sup> Die vorgeschlagene regulatorische Ausnahme für ESBies würde aber – neben anderen praktischen Problemen – eine Besserstellung von ESBies beispielsweise gegenüber bonitäts-

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Abbau der regulatorischen Privilegierung von Staatsschulden, Geschäftsbericht 2014, S. 23 ff.

<sup>2</sup> Vgl. z. B.: M. Brunnermeier et al., European safe bonds (ESBies), mimeo, September 2011; und G. Corsetti et al., A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt, Monitoring the Eurozone 1, CEPR Press, März 2015.

<sup>3</sup> Vgl.: M. Brunnermeier et al., ESBies: Safety in tranches, mimeo, Mai 2016.

<sup>4</sup> Bei dem konkreten Vorschlag dürfte das Volumen an potenziell verfügbaren ESBies neben der konkreten Aufteilung in Junior- und Senior-Teile maßgeblich von dem festzulegenden Schlüssel für die Bündelung von Staatsanleihen abhängen. Bei einer solchen Ausgestaltung dürfte eine vergleichsweise geringe Staatsverschuldung in einzelnen Mitgliedstaaten die Möglichkeit zur Emission von ESBies begrenzen.

starken nationalen Staatsanleihen darstellen.<sup>5)</sup> Zudem liefe die im Vorschlag enthaltene zwangsweise Zusammensetzung der dann weiterhin regulatorisch begünstigten Titel nach einem festgelegten Schlüssel, der alle EWU-Länder umfasst, auf eine Verzerrung der Risikoprämien zugunsten von Ländern hinaus, deren Schuldtitel ansonsten weniger stark nachgefragt würden. Vor- und Nachteile tranchierter Produkte hängen letztlich von der konkreten Ausgestaltung ab. Eine marktbasierende Lösung<sup>6)</sup> ohne zusätzliche Gemeinschaftshaftung oder regulatorische Begünstigung wäre mit dem bestehenden Ordnungsrahmen aber kompatibel.

Alternativ wird derzeit auch eine Tranchierung der jeweiligen nationalen Anleihen diskutiert. Auch bei diesem Vorschlag wäre eine Härtung der Banken- und Finanzmarktregulierung vorzunehmen. Dies soll dazu beitragen, dass systemrelevante Finanzinstitute Fehlentwicklungen der Staatsfinanzen verkraften oder geordnet abgewickelt werden können, indem insbesondere die Risiken auch von Staatsanleihen regulatorisch adäquat berücksichtigt werden. Eine Aufteilung der einzelnen nationalen Anleihen in einen Junior- und einen Senior-Teil (National Safe Bonds oder NaSBies) könnte in diesem Zusammenhang helfen, das Volumen an sicheren Vermögenswerten zu erhöhen und somit die Umsetzung der Regulierungsreform zu erleichtern.<sup>7)</sup> Die einzelnen Anleihen wären dabei von jedem Mitgliedstaat weiterhin eigenverantwortlich zu begeben, würden aber eine vorab festgelegte Verlustaufteilung für den Umschuldungsfall enthalten (die beiden Tranchen würden also nur im Verbund emittiert werden). Daher geht es hier nicht um die getrennte Veräußerung oder den getrennten Erwerb einzelner Tranchen bei Emission, sondern um die Verteilung staatlicher Verlustrisiken innerhalb eines Finanzsystems mit risikoadäquater Regulierung von Staatsschuldtiteln.

Für die Gläubiger der bereits umlaufenden Anleihen würde sich dadurch nichts ändern. Alle emittierten Anleihen – die alten ohne und die neuen mit Tranchierung – wären in Umschuldungsverhandlungen ranggleich zu behandeln. Nur würde für die neue Anleiheform geregelt, dass der auf sie potenziell entfallende Verlust (der identisch mit dem wäre, der auf die nicht tranchierte Anleihe entfiel) zunächst vollständig von dem Junior-Teil der Anleihe getragen wird. Der Senior-Teil der Anleihe würde nur dann belastet, wenn der Junior-Teil vollständig aufgezehrt würde.<sup>8)</sup> Würde die Aufteilung beispielsweise in 60% Senior- und 40% Junior-

---

**5** Für die praktische Umsetzung wird mit dem vorliegenden Konzept erwogen, die Erzeugung von ESBies privaten Emittenten zu übertragen. Bei einer solchen Vorgehensweise wäre vorab zu klären, wie verlässlich sichergestellt werden kann, dass Gewinne und insbesondere potenzielle Verluste aus der regulären Geschäftstätigkeit des Finanzintermediärs nicht die Zahlungsströme der Junior-Teile und ESBies betreffen und vice versa. Dies könnte möglicherweise auch eine Koordinierung der Emissionen der zugrunde liegenden Staatsanleihen erfordern, um potenzielle Liquiditätsrisiken aus unterschiedlichen Zahlungsströmen beim Intermediär vermeiden zu können. Zudem müsste auch das konkrete Vorgehen im Abwicklungsfall eines Intermediärs solche potenziellen Wechselwirkungen berücksichtigen, und es müssten entsprechende Regelungen vorab festgeschrieben werden. Eine implizite oder explizite Staatsgarantie würde Fehlanreize setzen und zu einer stärkeren Haftungsvergemeinschaft führen.

**6** Durch die Schärfung der Regulierung im Hinblick auf das Halten von Staatsanleihen könnten Marktteilnehmer einen Anreiz zur Diversifizierung haben und durch Verbriefung und Tranchierung eventuell selbst sicherere Vermögenswerte schaffen. Die Gewichtung der einzelnen Staatsanleihen solcher Verbriefungen würde sich dann am Markt ergeben.

**7** Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, März 2015, S. 15 ff.; und K. Wendorff und A. Mahle, Staatsanleihen neu ausgestalten – für eine stabilitätsorientierte Währungsunion, Wirtschaftsdienst, September 2015, S. 604–608.

**8** Die neue Anleihe müsste dabei zunächst mit beiden Tranchen gemeinsam erworben werden. Im weiteren Verlauf können beide Tranchen zusammen gehalten oder einzelne Tranchen veräußert oder beide Tranchen zusammen veräußert werden. Würde die Anleihe mit beiden Tranchen gehalten, entspräche dies dem Erwerb einer Anleihe in der bisherigen Form, und bei einer etwaigen Umschuldung wäre eine solche Anleihe im gleichen finanziellen Umfang von einem Schuldenschnitt betroffen wie eine „Altanleihe“.

Teil vorgeschrieben, blieben die Senior-Teile von einem Schuldenschnitt verschont, wenn dieser nicht mehr als 40% des Volumens der insgesamt ausstehenden staatlichen Anleihen umfasst.<sup>9)</sup>

Für ein Land mit sehr guter Bonität wäre zu erwarten, dass sowohl die Senior- als auch die Junior-Teile als sicher eingeschätzt werden. Aber auch für Staaten mit einer schwächeren Bonität könnten die Senior-Teile in der Regel als sicherere Anleihen eingestuft werden und eine bessere Bonität erhalten als die bisherigen, nicht aufgeteilten Anleihen. Insgesamt könnte für den Euro-Raum somit ein größeres Volumen an Staatsanleihen mit guter Bonität von mehr Ländern zur Verfügung stehen,<sup>10)</sup> welche von den Banken bei Umsetzung der erforderlichen Banken- und Finanzmarktreform mit weniger Eigenkapital zu unterlegen wären. In den Junior-Teilen würde sich in der Regel das staatliche Ausfallrisiko konzentrieren. Die Regulierung könnte dann dafür sorgen, dass sich die als risikobehaftet bewerteten Junior-Teile auf solche Bereiche des Finanzsystems verteilen, die grundsätzlich etwaige Verluste besser verkraften können oder eine geringere Vernetzung mit anderen Finanzmarktakteuren aufweisen. Der Druck auf die Geldpolitik, auch Staatsanleihen schlechter Bonität als Sicherheiten zur Refinanzierung oder im Rahmen eines Anleihekaufprogramms zuzulassen, könnte sinken.

Die konkreten Vor- und Nachteile wären – wie beim Vorschlag der ESBies – noch genauer zu prüfen. Dabei wären auch die Auswirkungen auf die staatlichen Finanzierungskosten näher zu untersuchen. Grundsätzlich sollte eine Tranchierung nationaler Staatsanleihen für sich genommen zunächst keine wesentliche Auswirkung auf ihre Ausfallwahrscheinlichkeit und die Risikoprämien haben: Da die Anleihen zunächst im Verbund (wie die bisherigen Anleihen) emittiert

würden, wäre ceteris paribus nicht zu erwarten, dass sich die Finanzierungsbedingungen der einzelnen Staaten allein durch die vorgeschlagene Aufteilung verändern. Allerdings dürfte sich ein umso größerer Zinsunterschied zwischen Junior- und Senior-Teil ergeben, je höher das Ausfallrisiko eines Staates eingeschätzt wird. Die Risikoprämie eines Staates könnte aber insgesamt steigen, wenn mit der Tranchierung weitere Anpassungen an den Anleihebedingungen und am Ordnungsrahmen einhergehen und Investoren in der Folge insgesamt einen etwaigen Bail-out durch andere Mitgliedstaaten oder die Geldpolitik dadurch als weniger wahrscheinlich ansehen. Ein solcher Anstieg wäre im Hinblick auf eine adäquate Marktbepreisung staatlicher Solvenzrisiken letztlich aber nicht als Problem anzusehen.<sup>11)</sup>

### **BIP-indexierte Anleihen**

Um Staatsschuldenkrisen künftig eher vermeiden und gegebenenfalls besser bewältigen zu können, wird derzeit auch die Emission von Staatsanleihen diskutiert, deren Kupon und/oder deren Rückzahlungsbetrag an die Entwicklung des Bruttoinlandspro-

---

<sup>9</sup> Durch begleitende Reformen u. a. der Umschuldungsklauseln wäre sicherzustellen, dass eine Umstrukturierung möglich bleibt und gleichzeitig ein Schuldenschnitt für Staaten nicht eine einfache Möglichkeit darstellt, sich ihrer Schuldenlast zu entledigen. Aus rechtlicher Sicht wäre dabei zu definieren, wie die Forderungsansprüche von Junior-Tranchen bei erforderlichen Umschuldungsverhandlungen repräsentiert werden, wenn diese nicht mehr zusammen mit der Senior-Tranche gehalten würden.

<sup>10</sup> Vgl. auch: M. Brunnermeier et al. (2016), The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), S. 508–512.

<sup>11</sup> Durch die vorgeschlagene Aufteilung sinkt das Volumen der einzelnen Teile im Vergleich zu einer nicht tranchierten Anleihe. Daher könnte die neue Anleihestruktur zu einem gewissen Anstieg der Liquiditätsprämien führen. Angesichts der ähnlichen Anleiherenditen von Mitgliedstaaten mit sehr unterschiedlichen Emissionsvolumina im Vorfeld der Krise könnte sich ein solcher Anstieg aber als nicht sehr ausgeprägt erweisen.

dukts (BIP) gekoppelt sind.<sup>12)</sup> Würde sich die Gesamtwirtschaft besser entwickeln als zum Emissionszeitpunkt erwartet, würden die Gläubiger der BIP-indexierten Anleihe davon profitieren. Umgekehrt würde bei einer unerwartet ungünstigeren Entwicklung das Land aufgrund geringerer Zahlungsverpflichtungen entlastet. Durch diese Eigenschaft werden die Risiken und Chancen der ungewissen Wirtschaftsentwicklung von den Staatsfinanzen teilweise auf den privaten Sektor verlagert. Die Befürworter BIP-indexierter Anleihen versprechen sich hier von, dass die Widerstandsfähigkeit der öffentlichen Finanzen gegenüber nachteiligen Schocks gestärkt werden kann. Das Risiko einer mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbundenen Staatsschuldenkrise könne hierdurch gemindert werden, und es könnten größere fiskalische Handlungsspielräume im Falle eines negativen Schocks verbleiben. Dies wäre insbesondere dann der Fall, wenn die Staatsanleihen international breit gestreut und somit die Belastungen durch einen negativen nationalen Schock global verteilt werden.

BIP-indexierte Anleihen könnten zudem bei einer etwaigen Umschuldung eingesetzt werden.<sup>13)</sup> Angesichts der gerade in einer solchen Situation besonders unsicheren Wachstumsperspektiven könnten solche Anleihen dazu beitragen, eine Einigung zwischen dem Schuldnerland und seinen Gläubigern zu erleichtern und die Gefahr einer wiederholten Restrukturierungsnotwendigkeit zu begrenzen. Die Entschuldung liefe am Ende höher aus, wenn sich die Entwicklung ungünstiger darstellt als beim Umschuldungsbeschluss im Basisszenario erwartet, und wäre umgekehrt niedriger bei einem günstigeren Verlauf.

Die Wirkungen von BIP-indexierten Anleihen hängen dabei maßgeblich von der konkreten Ausgestaltung ab, und ein standardisiertes

Instrument wurde bislang noch nicht entwickelt.<sup>14)</sup> Vor einer breit angelegten Markteinführung als reguläres Finanzierungsinstrument wären auch die damit verbundenen Probleme genauer zu untersuchen und gegen die Vorteile abzuwägen. So könnten BIP-indexierte Anleihen zwar dazu beitragen, die Gefahr eines Verlustes des staatlichen Marktzugangs zu reduzieren und die etwaige Notwendigkeit kurzfristig prozyklischer Konsolidierungsmaßnahmen zu dämpfen. Allerdings würden gleichzeitig Risiken auf den privaten Sektor übertragen, die ebenfalls die Finanzstabilität und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinflussen können. Von zentraler Bedeutung dürfte dabei sein, ob BIP-indexierte Anleihen überwiegend im In- oder Ausland gehalten werden und wie negative globale Schocks im Finanzsystem verarbeitet würden. Sollten BIP-indexierte Anleihen vorwiegend von inländischen Akteuren gehalten werden, wäre insgesamt ein geringerer glättender Effekt auf die Wirtschaft und auf die Belastbarkeit der Staatsfinanzen zu erwarten. Die Einführung BIP-indexierter Anleihen setzt dabei ein grundlegend stabiles Finanzsystem voraus, sodass die unerwarteten Wert- und Zahlungsschwankungen des Instruments durch die Gläubiger so absorbiert werden können, dass hierdurch eine systemische Finanzkrise nicht verschärft oder gar ausgelöst wird. Andernfalls bestünde die Gefahr, dass die Risiken letztlich doch wieder

---

<sup>12</sup> Vgl. ausführlicher z. B.: O. Blanchard, P. Mauro und J. Acalin, *The Case for Growth-Indexed Bonds in Advanced Economies Today*, Policy Brief 16-2, Peterson Institute for International Economics, Februar 2016; und D. Barr, O. Bush und A. Pienkowski, *GDP-linked bonds and sovereign default*, Bank of England, Working Paper No. 484, Januar 2014.

<sup>13</sup> So wurden bspw. bei der im Jahr 2012 durchgeführten Schuldenrestrukturierung Griechenlands BIP-indexierte Anleihen emittiert. Vgl. z. B.: J. Zettelmeyer, C. Trebesch und M. Gulati, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, *Economic Policy* 28(75), S. 513–563.

<sup>14</sup> Auf Initiative der Bank of England wird derzeit auch in Kooperation mit Marktakteuren an der Entwicklung eines standardisierten Instruments gearbeitet, das sog. London Term Sheet. Vgl.: Allen & Overy LLP, *Indicative Term Sheet – GDP Bonds*, 30. November 2015.

auf den Staat (oder die Staatengemeinschaft) zurückfallen. Auch könnte die gewünschte Entlastung erst zeitverzögert wirken, wenn zunächst auf verlässlichere Daten zur Wirtschaftsentwicklung gewartet wird. Zudem sind die grundsätzlichen Unsicherheiten im Zusammenhang mit einer objektiven BIP-Ermittlung nicht von der Hand zu weisen, und es wäre sicherzustellen, dass die Daten nachvollziehbar und wenig gestaltungsanfällig sind. Insgesamt dürfte die Wirkung BIP-indexierter Anleihen auch von der Laufzeitstruktur abhängen. Je kürzer die Fristigkeit der ausstehenden Anleihen, umso geringer dürfte die Entlastung des Staatshaushalts im Falle nachteiliger Entwicklungen ausfallen, da diese nur bis zur Fälligkeit der jeweiligen Anleihe zu Buche schlagen. Bei Neuemissionen dürften sich die Renditeforderungen der Investoren an die revidierten Wachstumserwartungen anpassen.

Grundsätzlich dürften die staatlichen Finanzierungskosten durch die Einführung solcher Anleihen wohl steigen, weil Risiken auf den privaten Sektor verlagert werden. Investoren würden dafür eine Kompensation verlangen, wenn die Risiken einer BIP-indexierten Anleihe nicht negativ mit dem Risikoprofil ihres übrigen Portfolios korreliert sind. Wird die Widerstandsfähigkeit der öffentlichen Finanzen gegenüber nachteiligen Schocks gestärkt, könnte hierdurch aber zumindest der auf einen Ausfall bezogene Teil der Risikoprämien sinken.

*ESM könnte Verfahren begleiten und koordinierende Aufgaben übernehmen*

Als Koordinierungsinstanz im Falle einer etwaigen Umschuldungsnotwendigkeit bietet sich der ESM an, dem ohnehin eine tragende Rolle für die Krisenbewältigung bei Finanzierungsproblemen von EWU-Staaten zukommt. Im Hinblick auf ein geordnetes Verfahren wären zunächst die Rechte und Pflichten im Verhältnis zwischen den Staaten, den Gläubigern und dem ESM als Restrukturierungskordinator festzuschreiben und eine Abfolge der einzelnen Verfahrensschritte mit einem konkreten Zeitplan festzulegen (siehe hierzu beispielhaft die Übersicht auf S. 62). Zur Stärkung der Glaubwürdigkeit könnten die einzelnen Schritte in den ESM-Vertrag aufgenommen werden. Die Übertragung auf den ESM würde auf eine effektive Koordinierung der ansonsten losen Elemente eines Umschuldungsprozesses abzielen.

Die Umschuldung von Staatsschulden weist dabei im Vergleich zu einer privaten Unternehmensinsolvenz einige Besonderheiten auf. So kann es nicht in erster Linie darum gehen, vor-

handene Vermögenswerte zu liquidieren.<sup>26)</sup> Vielmehr liegt das Ziel in einer möglichst raschen und dauerhaften Wiederherstellung einer tragfähigen Finanzsituation einschließlich einer soliden gesamtwirtschaftlichen Perspektive, um nicht zuletzt die verbliebenen Schulden bedienen zu können. Dies sollte insbesondere über das zu vereinbarenden Anpassungsprogramm sichergestellt werden, in das sowohl die ESM-Hilfen als auch die Restrukturierung einzubetten wären. Dabei ist die nationale Eigenverantwortung zu beachten, und ein Staat kann nicht zwangsweise einer Umschuldung unterzogen werden. Dies würde dem Prinzip der rechtsstaatlichen Souveränität und der demokratischen Selbstbestimmung widersprechen. Ein Restrukturierungskordinator kann daher nicht autonom über eine Umschuldung beschließen, sondern lediglich einen geordneten

*Nationalstaatliche Souveränität und Notwendigkeit zur Erfüllung hoheitlicher Aufgaben zu berücksichtigen*

<sup>26)</sup> Im Übrigen ist der Wert staatlicher Vermögenswerte insbesondere in einer Krisensituation unsicher, und eine Liquidierung von Vermögenswerten ist nur begrenzt möglich.

Ablauf und die Kompromissfindung unterstützen. Das Schuldnerland muss letztlich die Vereinbarungen mittragen. Schließlich setzt eine Umschuldung die Zustimmung der Gläubiger – mit den festgelegten Mehrheitsverhältnissen – voraus. Diese dürfte allerdings nur dann zustande kommen, wenn der Staat glaubwürdig signalisiert, die erforderlichen Reformmaßnahmen konsequent umzusetzen. Somit kommt es auch weiterhin entscheidend auf die Kooperation von Staaten und Gläubigern an.<sup>27)</sup> Dabei sollte der ESM zum Ziel haben, einen Interessenausgleich zu erreichen und eine rasche Wiederherstellung der staatlichen Zahlungsfähigkeit zu unterstützen, ohne auf einen vor-schnellen oder überhöhten Schuldenschnitt hinzuwirken.<sup>28)</sup>

sodass verifizierte Forderungen derselben Gruppierung in Umschuldungsverhandlungen gleich behandelt werden können.<sup>30)</sup>

Hält der ESM im Rahmen der Schuldentragfähigkeitsanalysen eine Umschuldung als Voraussetzung für ein Anpassungsprogramm oder für dessen Fortsetzung für erforderlich, sollte diese Einschätzung als Startpunkt für die Verhandlungen über die Aufteilung der Anpassungslasten dienen. Im Rahmen von Sondierungsgesprächen und Verhandlungen sollte ein Interessenausgleich zwischen dem Schuldnerstaat und den Anspruchsberechtigten hergestellt werden, der dann die Einigung auf ein Reformprogramm und einen Umschuldungs-

*Zustimmung zu Anpassungs- und Umschuldungsplan erfordert angemessenen Interessenausgleich*

*ESM könnte Tragfähigkeitsanalyse erstellen und Forderungsansprüche aufnehmen*

Es könnte in diesem Zusammenhang daran gedacht werden, die Rolle des ESM grundsätzlich zu stärken. Mit dem Antrag eines Mitgliedstaates auf Finanzhilfen beim ESM wird die Einschätzung zur weiteren Wirtschaftsentwicklung, zur Schuldentragfähigkeit und zum Finanzbedarf derzeit durch die Europäische Kommission im Benehmen mit der EZB erstellt, und dies ist auch für die Überwachung der wirtschaftspolitischen Auflagen vorgesehen. Diese Aufgaben könnten künftig auf den ESM übertragen werden, oder dieser könnte den Prozess federführend steuern. Hierzu müssten die umfassenden Informationen zur aktuellen Lage des Landes mit Antragstellung dem ESM vorgelegt und diese im weiteren Verlauf geprüft werden. Gleichzeitig wären zur Ausarbeitung eines Hilfsprogramms auch die Forderungsansprüche an den Staat durch eine zentrale Stelle aufzunehmen. Auch diese Aufgabe könnte dem ESM übertragen werden. Dieser neue, vorab festzulegende Arbeitsstrang hätte aber nur für den Fall einer festgestellten Überschuldung Relevanz. Dazu könnten Gläubiger von Anleihen und Kreditverpflichtungen mit Antragstellung vorsorglich zur Registrierung ihrer Ansprüche aufgefordert werden.<sup>29)</sup> Der ESM könnte im weiteren Verlauf die Ansprüche prüfen und gegebenenfalls hinsichtlich eines unterschiedlichen Rangs in der Bedienung klassifizieren,

**27** Um einen zu späten Einstieg in Umschuldungsverhandlungen zu vermeiden, wurde auch eine automatische Schuldenrestrukturierung in die Diskussion eingebracht (Sovereign CoCos). Diese sollte automatisch ausgelöst werden, wenn Schwellenwerte fiskalischer Stressindikatoren, wie z. B. eine bestimmte Schuldenquote, überschritten werden, und könnte z. B. nur für jene Verschuldung festgeschrieben werden, die die Referenzwerte des Stabilitäts- und Wachstumspakts übersteigt (Accountability Bonds). Vgl. etwa: A. Mody, *Sovereign Debt and its restructuring framework in the Eurozone*, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 29(4), S. 715–744; und C. Fuest, F. Heinemann und C. Schröder, *Reformen für mehr fiskalische Eigenverantwortung der Euro-Staaten: Das Potenzial von Accountability Bonds*, Studie für die Vereinigung der bayerischen Wirtschaft (vbw), im Erscheinen. Bei solchen über eine Laufzeitverlängerung hinausgehenden Automatismen bestehen allerdings erhebliche Probleme in der Auswahl geeigneter Indikatoren der Schuldentragfähigkeit (z. B. hinsichtlich landesspezifischer Charakteristika, ökonomischem Gehalt, Fehlanreizen, Transparenz, Revisionsicherheit und Manipulationsresistenz) und insbesondere hinsichtlich der fehlenden Verpflichtung zu Reformen. Auch hier kommt es letztlich darauf an, dass der betroffene Mitgliedstaat die zuvor getroffenen Vereinbarungen einhält.

**28** Der ESM wäre aufgrund einer automatischen Laufzeitverlängerung in Anleiheverträgen künftig nur in vergleichsweise geringem Umfang Gläubiger der betroffenen Staaten und hätte insofern ein weniger starkes Eigeninteresse an einer zu einfachen Entlastung des Staates auf Kosten der Gläubiger. Dies dürfte die Risikoprämien der anderen Mitgliedstaaten potenziell erhöhen.

**29** Dies schließt auch Ansprüche aus Anleihekäufen anderer Staaten durch das Eurosystem oder von anderen multilateralen Institutionen mit ein. Andernfalls wäre die Gleichbehandlung gefährdet, die Zustimmungsbereitschaft der privaten Gläubiger könnte sinken, und die Fragmentierung von Umschuldungsverhandlungen dürfte den Prozess unnötig erschweren. Bei Forderungen des IWF aus Zahlungsbilanzhilfen gegenüber einem Land bestünde wie bislang ein bevorrechtigter Gläubigerstatus des IWF.

**30** Werden Forderungen nicht vom Schuldnerland oder von anderen Gläubigern angefochten, könnten diese als verifiziert gelten. Eine Klärung etwaiger Streitfragen könnte dabei zunächst durch den ESM unterstützt werden, bevor die Beteiligten den Rechtsweg beschreiten.

plan ermöglicht. Dabei muss eine Lastenverteilung zwischen einerseits fiskalischen und strukturellen Maßnahmen in nationalstaatlicher Eigenverantwortung und andererseits einer Verringerung der Schuldenbelastung gefunden werden. Um eine Gleichbehandlung der Anspruchsberechtigten zu ermöglichen, sind neben den verifizierten Forderungen aus Staatsanleihen auch Ansprüche von Gläubigern aus Kreditverpflichtungen in die Verhandlungen einzubeziehen. Damit soll möglichst vermieden werden, dass Koordinierungsprobleme und opportunistisches Verhalten einzelner Gläubiger eine geordnete Umschuldung verhindern.

*Nationalstaatliche Eigenverantwortung erfordert Möglichkeit zum Ausschluss von Finanzhilfen*

Bei der Entwicklung eines kompromissfähigen Anpassungsprogramms und Umschuldungsplans kommt der Eigenverantwortlichkeit des Mitgliedstaates besondere Bedeutung zu. Für die Einschätzung der Schuldentragfähigkeit und im Hinblick auf die Abwägung eines Interessenausgleichs kann – neben den typischen Konsolidierungsmaßnahmen und einer möglichen Verbesserung der Schuldentragfähigkeit durch Privatisierungen – auch eine einmalige Vermögensabgabe in Erwägung gezogen werden.<sup>31)</sup> Dies stände im Einklang mit der im Ordnungsrahmen der Währungsunion verankerten Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten, weil fiskalpolitische Entscheidungen national getroffen und verantwortet werden und somit auch Fehlentwicklungen primär durch eigene Finanzmittel zu korrigieren sind. Die Entscheidungen über die innerstaatliche Verteilung der Anpassungslasten und somit der spezifischen Maßnahmen sind letztlich, wie bereits erwähnt, aber von dem betroffenen Mitgliedstaat zu treffen und umzusetzen. In letzter Konsequenz muss der ESM dann allerdings die Möglichkeit haben, dem Gouverneursrat die Ablehnung eines Antrags auf Finanzhilfen zu empfehlen, insbesondere wenn der betroffene Staat keine ausreichenden Eigenanstrengungen unternimmt und somit eher eine Zahlungsunwilligkeit zu konstatieren ist.<sup>32)</sup> Daraus würde eine weniger geordnete Vorgehensweise ohne Beteiligung des ESM resultieren.

Das vereinbarte Anpassungsprogramm sollte eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung unterstützen und die (Rück-)Zahlungsfähigkeit des Mitgliedstaates mit hoher Wahrscheinlichkeit wiederherstellen. Zusammen mit dem ergänzenden Einsatz von Finanzhilfen könnte es auch privaten Gläubigern leichter fallen, einem erforderlichen Schuldenschnitt zuzustimmen. Die Programmumsetzung könnte künftig ebenfalls durch den ESM überwacht werden.

*Finanzhilfen des ESM können Zustimmung privater Gläubiger zu erforderlicher Umschuldung erleichtern*

Der Erfolg eines Anpassungsprogramms mit oder ohne Umschuldung kann aber auch bei vollständiger Umsetzung aller Maßnahmen letztlich nicht garantiert werden. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass der Kapitalmarktzugang des betroffenen Staates zum Ende der Programmlaufzeit mangels Schuldentragfähigkeit nicht wiederhergestellt ist. In diesem Fall können (erneute) Umschuldungsverhandlungen notwendig werden. Diese schließen dann auch solche Forderungsansprüche mit ein, die bereits automatisch verlängert oder bei einer vorherigen Restrukturierung schon reduziert wurden.<sup>33)</sup> Es kann zudem nicht ausgeschlossen werden, dass keine Einigung auf ein Anpassungsprogramm zustande kommt

*Ohne Kapitalmarktzugang droht (weitere) Schuldenrestrukturierung zum Programmende*

**31** Die Aussicht auf eine einmalige Vermögensabgabe im Krisenfall könnte eventuell auch Anreizen zu einer unsoliden Finanzpolitik entgegenwirken, die ansonsten durch die Erwartung entstehen könnten, sich später auf Kosten der Gläubiger (oder der anderen Mitgliedstaaten) der staatlichen Schuldenlast auf vermeintlich einfache Weise zu entledigen. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Einmalige Vermögensabgabe als Instrument zur Lösung nationaler Solvenz Krisen im bestehenden EWU-Rahmen?, Monatsbericht, Januar 2014, S. 52–54; sowie G. Kempkes und N. Stähler, A One-Off Wealth Levy? Assessing the Pros and Cons and the Importance of Credibility, Fiscal Studies, im Erscheinen.

**32** Der Gouverneursrat ist das politische Entscheidungsgremium des ESM. Dieser wird aus den für Finanzen zuständigen Regierungsvertretern der Mitgliedsländer gebildet, die jeweils ein Mitglied des Direktoriums und auch den geschäftsführenden Direktor ernennen. Für den Fall einer durch den ESM vorgeschlagenen Gewährung von Finanzhilfen muss der Gouverneursrat zustimmen, um die notwendige demokratische Legitimität der damit einhergehenden Übernahme von Ausfallrisiken durch andere Mitgliedstaaten sicherzustellen.

**33** Für die Bereitstellung etwaiger Finanzhilfen im Rahmen eines Folgeprogramms wäre sicherzustellen, dass die Laufzeit der umgeschuldeten Schuldtitel den geplanten Programmzeitraum umfasst, sodass der ESM zwar weiterhin bestehende Defizite, aber keine Tilgungszahlungen an private Gläubiger finanziert.

## Skizze eines reformierten Verfahrens zur Bewältigung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum

Im vorliegenden Aufsatz werden verschiedene Reformen diskutiert, um Finanzierungsprobleme eines Mitgliedstaates der Europäischen Währungsunion bewältigen zu können. Im Folgenden wird zur Veranschaulichung ein möglicher Ablauf eines Verfahrens bebildert, das beispielhaft auf einigen der beschriebenen Reformansätze basiert.<sup>1)</sup> Dabei können nicht zuletzt die jeweiligen Fristen auch anders gewählt werden. Voraussetzung für ein solches Verfahren wäre – wie im Haupttext beschrieben – eine vorangegangene Reform der Anleihebedingungen und des Vertrages zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).

### Auslösung des Verfahrens und weitere Schritte

Bei erheblichen Finanzierungsschwierigkeiten eines Mitgliedstaates würde wie bislang das Krisenbewältigungsverfahren durch einen Antrag des Mitgliedstaates auf Finanzhilfen des ESM eingeleitet werden. Da die Staatsanleihen – aufgrund der unterstellten vorangegangenen Reform der Anleihebedingungen – eine automatische Laufzeitverlängerung im Falle eines ESM-Programms enthalten, würden damit die Laufzeiten der ausstehenden Anleihen zu den jeweiligen Konditionen verlängert. Zunächst wäre mit dem Antrag die Verlängerung auf einen Zeitraum von beispielsweise zehn Wochen befristet – bis eine endgültige Entscheidung über ein Programm vorliegt. In dieser Zeit erfolgt eine erste Bestandsaufnahme durch den ESM, auf deren Basis dann (innerhalb der Frist) ein Anpassungsprogramm ausgehandelt und über eine gegebenenfalls erforderliche – und mit den Gläubigern noch auszuhandelnde – Umschuldung abgestimmt wird. Zudem müsste der Gouverneursrat des ESM möglichen Finanzhilfen zustimmen. Bis zur endgültigen Entscheidung über die Vereinbarung eines Programms entsteht damit zwar kein Finanzbedarf aufgrund von Tilgungen.<sup>2)</sup> Es könnte

aber eine Defizitfinanzierung erforderlich sein. Etwaige Überbrückungshilfen müssten besonders besichert werden und wären wie reguläre Finanzhilfen von einer etwaigen Umschuldung auszunehmen.

### Erste Bestandsaufnahme

Konkret wären mit Antragstellung vom Mitgliedstaat alle relevanten Informationen vorzulegen, um ein Hilfsprogramm ausarbeiten zu können. Eine erste Bestandsaufnahme würde innerhalb eines festen Zeitraums von zum Beispiel vier Wochen ab Antragstellung erfolgen. Hierzu würde eine Analyse der gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Lage sowie der Perspektiven speziell mit Blick auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und damit auf einen etwaigen Umschuldungsbedarf erstellt, und es würden Handlungsoptionen entworfen.

Die Aufgaben des ESM, der auch die Koordination übernehmen würde, lägen hierbei in zwei gleichzeitig laufenden Arbeitssträngen. Im ersten Arbeitsstrang erstellt dieser für den Mitgliedstaat eine Prognose der gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Entwicklung sowie zum erwarteten Finanzierungsbedarf, ohne zusätzliche Politikmaßnahmen zu berücksichtigen (No-Policy-Change-Szenario).<sup>3)</sup> Gleichzeitig würde er ein „Programmszenario“ entwerfen. Hierzu

---

**1** Das skizzierte Verfahren würde mit jeder Neuemission einer Anleihe mit den reformierten Anleihebedingungen an Bedeutung gewinnen. Es stellt aber keine unmittelbare Lösung für Probleme durch die teilweise weiterhin sehr umfangreichen Verbindlichkeiten der Mitgliedstaaten ohne automatische Laufzeitverlängerung oder (aggregierte) Umschuldungsklauseln dar und somit auch nicht für die Schwierigkeiten einer etwaigen Umschuldung in der Übergangszeit.

**2** Idealerweise sollte der Mitgliedstaat den Antrag nicht unmittelbar vor einem Fälligkeitstermin einreichen, den er nicht mehr bedienen kann.

**3** Grundsätzlich könnte der ESM hierbei durch die Europäische Kommission im Benehmen mit der Europäischen Zentralbank sowie nach Möglichkeit durch den Internationalen Währungsfonds (IWF) unterstützt werden.

müsste der Mitgliedstaat (im Sinne des Subsidiaritätsprinzips) Reformen und Maßnahmen benennen, die in nationaler Eigenverantwortung zur fiskalischen Haushaltskonsolidierung sowie zur Verbesserung der makroökonomischen Rahmenbedingungen ergriffen würden. Diese Szenarien bilden die Grundlage für die Einschätzung des ESM zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und somit auch für die Benennung eines etwaigen Umschuldungsbedarfs zum Ende der Bestandsaufnahme.

Im zweiten Arbeitsstrang wären vorsorglich für den Fall einer Umschuldungsnotwendigkeit die Forderungen an den Mitgliedstaat aus ausstehenden Anleihen und Kreditverpflichtungen zu erfassen. Im Zuge der Bestandsaufnahme wäre vom Mitgliedstaat für den ESM hierzu ein Überblick über die grundsätzlich berücksichtigungsfähigen Forderungen zusammenzustellen. Der ESM könnte dabei als zentrale Anlaufstelle für die Erfassung von Forderungsansprüchen der Gläubiger dienen.<sup>4)</sup> Mit Auslösen des Verfahrens würden diese dazu aufgefordert, ihre Ansprüche an den Staat innerhalb einer bestimmten Frist (z. B. zwei Wochen) unter Vorlage geeigneter Belege anzumelden.

#### Entscheidung über Hilfsprogramm und mögliche Umschuldung

Der ersten Bestandsaufnahme folgen Verhandlungen zur Konkretisierung der Reformen und Maßnahmen. Hierfür könnte erneut ein fester Zeitraum von zum Beispiel vier Wochen (zweite Frist) festgelegt werden.<sup>5)</sup>

#### Der Fall eines vorübergehenden Liquiditätsproblems

Im Regelfall kann zunächst wohl kaum verlässlich zwischen einem vorübergehenden Liquiditäts- und grundlegenden Tragfähigkeitsproblemen unterschieden werden. Handelt es sich wahrscheinlich um ein temporäres Problem, das mit einem Anpassungsprogramm behoben werden könnte,

würde sich die Vorgehensweise bei einem ESM-Programm nicht grundlegend ändern. Dazu würde nach der Bestandsaufnahme zunächst das Anpassungsprogramm konkretisiert. Sofern Änderungen an dem entworfenen Programmszenario erforderlich erscheinen, sind konkrete Reformen und Maßnahmen – wiederum durch den betroffenen Mitgliedstaat – vorzuschlagen, während der ESM wie bislang den Umfang der gegebenenfalls nötigen Finanzhilfen bestimmt. Das endgültige Anpassungsprogramm wird gemäß dem Entscheidungsprozess des ESM abgestimmt. Bei Zustandekommen des Programms führt die in den Anleiheverträgen enthaltene Laufzeitverlängerung dazu, dass die Restlaufzeiten automatisch um drei Jahre verlängert werden. Ohne ein Kreditereignis auszulösen (und den damit verbundenen potenziellen Verwerfungen an den Finanzmärkten), verblieben die Investoren somit länger in der Haftung für ihre Anlageentscheidung, und der Rückgriff auf ESM-Finanzmittel würde begrenzt. Die Umsetzung des Programms würde durch den ESM laufend kontrolliert und die Auszahlung von Finanzhilfen an die Umsetzung der vereinbarten Maßnahmen gekoppelt.

#### Der Fall eines Tragfähigkeitsproblems

Es könnte sich bei der Bestandsaufnahme allerdings auch herausstellen, dass der Mitgliedstaat den Kapitalmarktzugang zum Ende der Programmlaufzeit selbst bei vollständiger Umsetzung der im Programmszenario enthaltenen Maßnahmen nicht wiedererlangen dürfte und folglich kein Liquiditätsengpass, sondern ein Tragfähigkeitsproblem vorliegt. In diesem Fall wäre als Voraussetzung für ESM-Finanzhilfen innerhalb der vorgegebenen zweiten Frist

<sup>4</sup> Diese Aufgabe könnte alternativ auch einer anderen Stelle übertragen werden, die dem ESM die Informationen für den weiteren Fortgang vorlegt.

<sup>5</sup> Kommt der ESM zur Einschätzung, dass der Mitgliedstaat einen grundsätzlich unbegründeten Antrag auf Finanzhilfen stellt, weil er die Schieflage durch eigene Anstrengungen bewältigen könnte, ist dem Gouverneursrat die Ablehnung des Antrags zu empfehlen.

von vier Wochen (parallel zur Konkretisierung des Anpassungsprogramms) mit den Gläubigern über eine Umschuldung zu verhandeln. Dazu wäre zum Beginn der zweiten Vier-Wochen-Frist eine erste Versammlung aller Anspruchsberechtigten einzuberufen. Der ESM würde dort das vorläufig avisierte Anpassungsprogramm vorstellen sowie den sich daraus ergebenden Umschuldungsbedarf benennen. Auf dieser Grundlage wäre die Aufteilung der Anpassungslasten durch Reformen und potenzielle Verluste für die Gläubiger im Rahmen einer Schuldenrestrukturierung konkret auszuhandeln. Auch hier wäre die innerstaatliche Lastenverteilung vom betroffenen Mitgliedstaat eigenverantwortlich vorzuschlagen.<sup>6)</sup>

Der ESM würde während der Umschuldungsverhandlungen die Forderungsansprüche entsprechend einem gegebenenfalls unterschiedlichen Rang in der Bedienung klassifizieren, die unterschiedlichen Positionen sondieren, die Verhandlungen leiten und den Interessenausgleich zwischen den beteiligten Parteien fördern.<sup>7)</sup> Zum Ende des zweiten Vier-Wochen-Zeitraums würde dann eine weitere Gläubigerversammlung einberufen und der ausgehandelte konkrete Umschuldungsplan zur Abstimmung gestellt.<sup>8)</sup>

Kann sich das Schuldnerland bei der entscheidenden Versammlung nicht mit seinen Gläubigern einigen, könnte eine weitere Frist (von z. B. zwei Wochen) zur Erarbeitung eines letzten Kompromissvorschlags gesetzt werden.<sup>9)</sup> Bei der finalen Abstimmung könnte das (aggregierte) Mehrheitserfordernis durch eine entsprechende Klausel in den Anleiheverträgen reduziert worden sein.<sup>10)</sup> Kommt keine Einigung zustande, müsste der ESM dem Gouverneursrat die Ablehnung des Antrags auf Finanzhilfen empfehlen. Durch vorangegangene begleitende Reformen am Ordnungsrahmen wäre dabei zu gewährleisten, dass ein staatlicher Zahlungsausfall außerhalb eines ESM-Programms für die Finanzstabilität des Euro-Raums künftig verkraftbar ist.<sup>11)</sup> Ungeachtet

dessen dürften an einer solchen Entwicklung aber weder das betroffene Land noch dessen Gläubiger ein Interesse haben.

Einigen sich die Beteiligten dagegen spätestens bei der finalen Abstimmung auf eine Restrukturierung und ein Anpassungsprogramm, würden die vereinbarten Konditionalitäten mit dem betroffenen Staat festgeschrieben und zusammen mit einem Vorschlag zur Gewährung von Finanzhilfen dem Gouverneursrat zur endgültigen Entscheidung vorgelegt. Parallel würde die Restrukturierung erfolgen. Der Programmfortschritt würde dann laufend durch den ESM kontrolliert und die Auszahlung von Finanzhilfen wie bisher an die Umsetzung der vereinbarten Maßnahmen gekoppelt.

### Programmverlauf und Programmende

Verläuft das Programm wie erwartet, könnte das Land spätestens zum Programmende an den Kapitalmarkt zurückkehren und im weiteren Verlauf die gewährten Liquiditätshilfen und die fällig werdenden Schuldtitel der privaten Gläubiger bedienen.

---

**6** Im Überschuldungsfall wären grundsätzlich neben dauerhaften Konsolidierungsmaßnahmen und Privatisierungen auch die privaten Nettovermögen der Staatsbürger für eine einmalige außerordentliche Vermögensabgabe in Betracht zu ziehen.

**7** Eventuelle Kreditforderungen des IWF und des ESM genießen bevorrechtigten Gläubigerstatus.

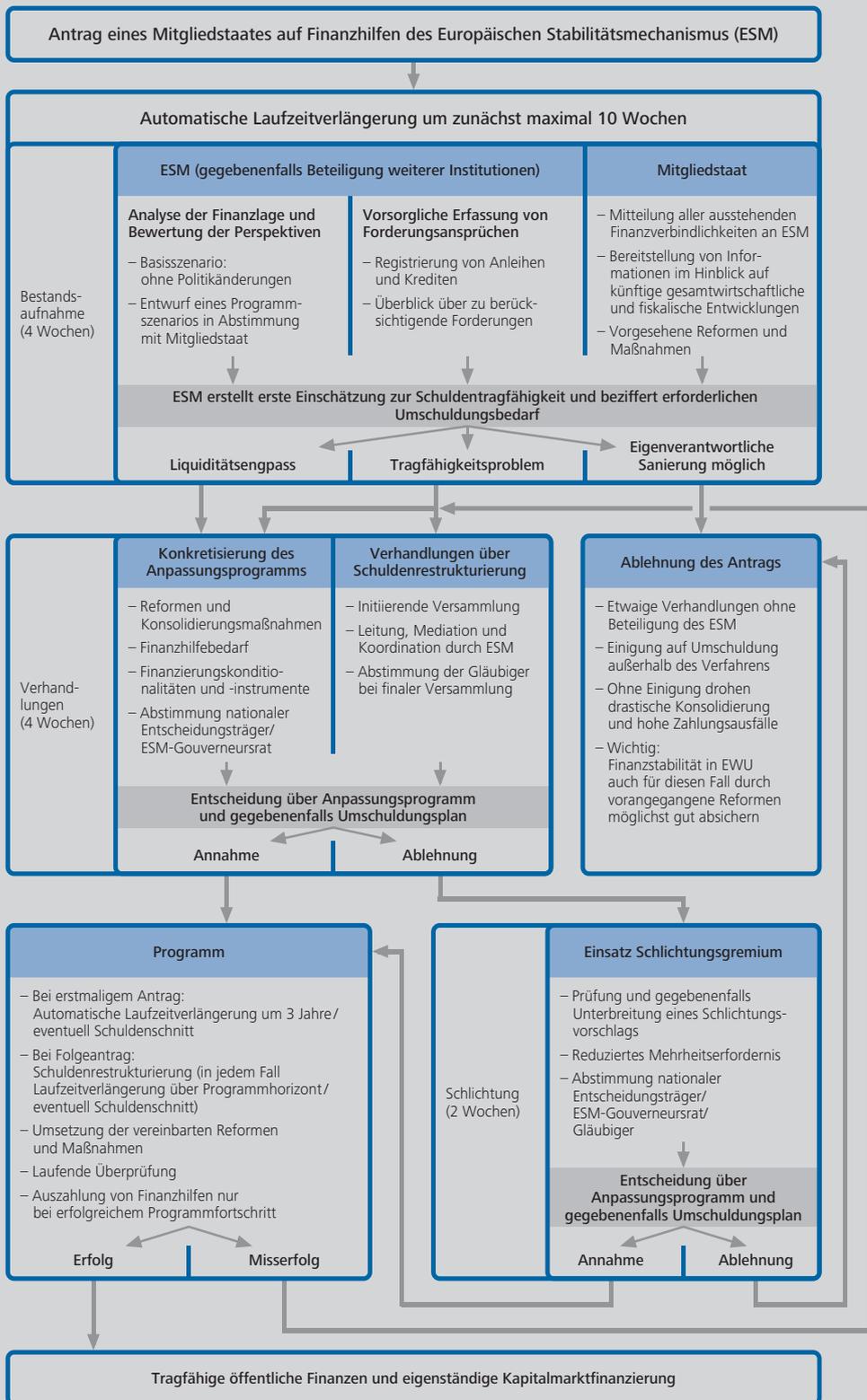
**8** Für Anleihen mit (reformierten) Umschuldungsklauseln erfordert die Restrukturierung eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger.

**9** Unter Umständen könnte hier auch die Einsetzung eines möglichst unabhängigen „Schlichtungsgremiums“ erwogen werden. Bspw. könnte der Europäische Gerichtshof diese Funktion übernehmen.

**10** Bspw. für den Fall einer Gläubigerversammlung von 75% auf 50% des anwesenden Kapitals bei einem gleichen Quorum von 66⅔% des Nominalwerts der insgesamt davon betroffenen Schuldtitel bzw. für den Fall einer schriftlichen Abstimmung von 66⅔% auf 50% der betroffenen Schuldtitel. Eine solche Regelung wäre im Zuge der grundlegenden Reform der Umschuldungsklauseln vorzusehen, die wie die vorgeschlagene Reform der Anleihebedingungen Voraussetzung für den hier beschriebenen Ablauf ist.

**11** Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, März 2015, S. 15 ff.

### Möglicher Ablauf eines reformierten Verfahrens zur Bewältigung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum



Selbst bei einer vollständigen Umsetzung aller vereinbarten fiskalischen und strukturellen Reformen ist der Erfolg eines Anpassungsprogramms aber mit Unsicherheit behaftet – sowohl im Falle mit als auch ohne Restrukturierung. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich der Bedarf eines (weiteren) Schuldenschnitts erst im Verlauf oder zum Ende eines Anpassungsprogramms offenbart. Würde die Schuldentragfähigkeit und der Kapitalmarktzugang eines betroffenen Staates zum Ende der Programmlaufzeit trotz vollständiger Umsetzung der vereinbarten Maßnahmen nicht wiederhergestellt, wären (erneute) Umschuldungsverhandlungen unumgänglich. Diese sollten ebenfalls standardisiert ablaufen, um entsprechend dem vereinbarten Verfahren und innerhalb der beispielhaft vorgegebenen Fristen tragfähige Staatsfinanzen herzustellen. Dabei wären auch jene Forderungen mit einzubeziehen, die im Rahmen des Anpassungsprogramms bereits verlängert wurden oder aber bei einer vor-

herigen Restrukturierung bereits Verluste erlitten. Sollte der ESM in diesem Zuge ein neues Anpassungsprogramm aushandeln und dafür Finanzhilfen vorschlagen, wäre sicherzustellen, dass die ausstehenden Schuldtitel im Rahmen der Restrukturierung in solche getauscht würden, deren Laufzeit über den veranschlagten Programmzeitraum hinausgeht und somit die Gläubiger in der Haftung blieben. Würde hier erneut ein Liquiditätsproblem festgestellt, könnte wiederum eine Verlängerung der Laufzeiten als ausreichend angesehen werden. Spätestens dann würde es sich aber nicht mehr um eine in den Anleihebedingungen vereinbarte Verlängerung handeln, sondern um eine Restrukturierung. Käme keine Einigung zustande, müsste der ESM dem Gouverneursrat die Ablehnung weiterer Finanzhilfen empfehlen. Dann wären Umschuldungsverhandlungen ohne Beteiligung des ESM zu führen.

oder dass ein Staat die Bedienung seiner Schulden einstellt, ohne Finanzhilfen zu beantragen. Dies wäre vermutlich die für alle Beteiligten ungünstigste Lösung. Für die EWU ist es dennoch wichtig, dass die Finanzstabilität künftig so gestärkt wird, dass sie auch in einem solchen Fall mit potenziell eher ungeordneten Umschuldungsverhandlungen nicht gefährdet ist.<sup>34)</sup>

zess insgesamt beschleunigen, sodass die volkswirtschaftlichen Kosten der staatlichen Überschuldung und somit tendenziell ein erforderlicher Schuldenschnitt reduziert werden. Würde ein solches Verfahren zu einem Anstieg der Risikoprämien führen, beispielsweise wenn ein Bail-out durch die anderen Mitgliedstaaten nach Einführung einer solchen Reform als unwahrscheinlicher eingeschätzt würde, wäre dies als eine Korrektur bislang verzerrter Marktbepreisung anzusehen, weil ein solcher Bail-out im bestehenden Rahmen gerade nicht vorgesehen ist. Dies würde einer übermäßigen Verschuldung wiederum entgegenwirken und eine potenzielle Kostenüberwälzung auf andere Staaten verhindert. Würden so insgesamt solidere Staatsfinanzen erreicht, wären perspektivisch sogar niedrigere Risikoprämien zu erwarten.

*Auswirkungen  
auf Finanzie-  
rungskosten  
nicht eindeutig*

Die Vereinbarung eines glaubwürdigen Restrukturierungsverfahrens könnte zur Folge haben, dass Marktakteure künftig die Wahrscheinlichkeit einer Umschuldung generell höher einschätzen. Die Auswirkung auf die Risikoprämien der Mitgliedsländer ist aber nicht eindeutig. Durch ein geordnetes Verfahren werden die Unsicherheiten für die Investoren hinsichtlich der erforderlichen Schritte und Dauer bis zur Wiederherstellung der grundlegenden Tragfähigkeit reduziert und die Kosten der Koordinationsprobleme begrenzt. Das Verlustrisiko sollte sich daher verlässlicher kalkulieren lassen. Die vorgeschlagenen Reformen sollten den Pro-

<sup>34</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, a. a. O.

## ■ Schlussfolgerungen

*Reformen müssen Ordnungsrahmen und Finanzstabilität stärken*

Der Ordnungsrahmen der EWU wurde seit Ausbruch der Finanz- und Staatsschuldenkrise nicht grundlegend geändert. Er ist in der aktuellen Ausgestaltung aber weiter reformbedürftig. Dabei scheint die Weiterentwicklung zu einer echten Fiskal- oder politischen Union derzeit nicht konsensfähig zu sein. Insofern sollte die EWU in ihrem ursprünglich vereinbarten Rahmen weiterentwickelt werden. Der Absicherung der Finanzstabilität kommt hierbei eine zentrale Rolle zu, insbesondere mit Blick auf die negativen Wechselwirkungen zwischen Staaten und Finanzinstituten.

*Anpassungen der Anleihebedingungen erleichtern künftige Krisenbewältigung*

Speziell im Hinblick auf die Bewältigung künftiger Staatsschuldenkrisen könnten geänderte Bedingungen für die Staatsanleihen der Mitgliedstaaten einen wichtigen Beitrag leisten. So könnten hier eine automatische Laufzeitverlängerung bei Finanzhilfen des ESM und ein einstufiges Mehrheitserfordernis für Restrukturierungen verankert werden. Das Diagnoseproblem bei akuten staatlichen Finanzierungsproblemen könnte entschärft, die Eigenverantwortung von Investoren gestärkt, die Schlagkraft des ESM erhöht und die Risikoübertragung auf die übrigen Mitgliedstaaten begrenzt werden. Dies könnte eine Einigung auch über eine etwaige Umschuldung erleichtern.

*Regelgebundenes Verfahren um Krisenmechanismus zu stärken*

Im Falle einer Umschuldung könnte ein vorab vereinbartes Verfahren, insbesondere wenn es mit den vorgeschlagenen Änderungen der Anleihebedingungen verbunden würde, den Prozess kalkulierbarer machen und beschleunigen. In diesem Zusammenhang könnten Koordination und begleitende Aufgaben, wie etwa die Erfassung der bestehenden Ansprüche, auf den ESM übertragen werden, und dieser könnte auch mit einer effektiven Abstimmung der Umschuldung mit einem Anpassungsprogramm und Finanzhilfen des ESM beauftragt werden. Mit Stärkung des Krisenbewältigungsmechanis-

mus könnte darüber hinaus auch in Erwägung gezogen werden, den ESM ergänzend die Funktion einer unabhängigen Fiskalbehörde zu übertragen. Dazu könnten ihm die bisher bei der Europäischen Kommission liegenden Aufgaben der Bewertung der Haushaltsentwicklungen und der Einhaltung der Fiskalregeln übertragen werden. Insgesamt könnten die Kosten und die Höhe künftiger Schuldenschnitte so reduziert werden. Da im bestehenden Ordnungsrahmen die Entscheidungskompetenzen über ihre Finanz- und Wirtschaftspolitik weiterhin bei den Mitgliedstaaten liegen, hinge aber auch nach Einrichtung eines Restrukturierungsverfahrens dessen Erfolg entscheidend von der Zahlungswilligkeit und der Kooperationsbereitschaft der Staaten ab.

Im Ergebnis könnten die vorgeschlagenen Reformen zur Stärkung des Haftungsausschlusses in der EWU (No Bail-Out) und der Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten beitragen und somit auch künftige Staatsschuldenkrisen eher vermieden werden. Die zentralen Elemente würden dabei durch die Anpassung der Anleiheverträge nicht ad hoc, sondern sukzessiv im Rahmen neuer Emissionen implementiert. Dies stärkt den vorgestellten Krisenbewältigungsmechanismus. Dieser Mechanismus stellt aber keine unmittelbare oder einfache Lösung für die Probleme durch die teilweise weiterhin sehr hohe Staatsverschuldung der Mitgliedstaaten dar, und die Schwierigkeiten bei einer etwaigen Umschuldung in der Übergangszeit würden auch nur schrittweise verringert. Insgesamt müssten die Staaten somit die Zeit nutzen, um den ohnehin verabredeten Konsolidierungskurs umzusetzen und ihre Staatsfinanzen krisenresistenter zu machen. Gleichzeitig wäre es elementar, Reformen zur erhöhten Finanzmarktstabilität in Kraft zu setzen, die insbesondere den Nexus zwischen nationalen Staatsfinanzen und Bankensystem aufbrechen und auch eine Umschuldung von Staatsanleihen verkraftbar machen.

*Sukzessives Inkraftsetzen der einzelnen Elemente vermeidet abrupte Marktreaktionen und stärkt das Verfahren*