

Konkursordnung für Euro-Staaten!?

von
Bert Rürup

Dinner Speech

Berlin, 06. April

8. Deutscher Insolvenzrechtstag

Nach dem Konkurs von Lehman-Brothers am 15.9.2008 stand das **globale Finanzsystem** einige Wochen **am Rande eines Kollapses**. Eine solche Situation war in keinem Textbuch der Geld- und Finanzpolitik vorgesehen, und es gab keine Blaupause für ein politisches Gegensteuern. Intuitiv und sogar koordiniert – wenn auch wahrscheinlich unbeabsichtigt – haben die Regierungen und Zentralbanken aller wichtigen Länder mit ihren Liquiditätsinjektionen, den Refinanzierungen von Banken, dem Aufkauf von toxischen Wertpapieren, den großzügigen Staatsgarantien und den üppigen Konjunkturprogrammen das Richtige getan. Der Kollaps des Weltfinanzsystems wurde verhindert, und die diesem Schock folgenden schweren Rezessionen in den Industriestaaten hatten bereits im zweiten Quartal 2009 ihren Tiefpunkt erreicht.

Und keine der betroffenen Volkswirtschaften ist so schnell und dynamisch aus der tiefsten Rezession seit der Weltwirtschaftskrise mit -4,7 v.H. herausgekommen wie die deutsche. Deutschland ist zum Power-House Europas geworden.

Der Preis für die rasche Erholung der Weltwirtschaft wie auch der deutschen Volkswirtschaft war freilich – in allen wichtigen Wirtschaftsräumen – eine rasante Zunahme der Staatsverschuldung und eine weltweit massive Bereitstellung billiger Liquidität.

Im Frühjahr 2010 wurde dann das trotz der erfreulichen konjunkturellen Erholung immer noch eher **labile Gleichgewicht der Finanzmärkte** von den seit lange bestehenden – allerdings erst zu diesem Zeitpunkt in einem Misstrauensschub der Finanzmärkte virulent werdenden – Überschuldungsproblemen Griechenlands und später durch ähnliche

Schwierigkeiten in Irland, Portugal und - allerdings in engen Grenzen – auch in Spanien gestört.

Bevor ich darauf näher auf diese diverse Europäische Rettungsschirme eingehe, ist es mir wichtig an dieser Stelle darauf hinzuweisen, dass es sich nicht – wie gerne oft von Euro-Kritikern und Euro-Gegnern behauptet – um eine Eurokrise handelt.

Es gibt Euro-Länder mit großen haushaltswirtschaftlichen Problemen, der Euro selbst ist allerdings – zumindest bisher – im Inneren stabiler als es die DM war, und auch seine Stabilität nach außen – seine Volatilität gegenüber dem US-Dollar – ist geringer als die der DM war, und trotz der Probleme Griechenlands, Irlands und Portugals wertet die Währung gegenüber dem US-Dollar eher auf als ab.

Von den derzeit krisengeplagten Euro-Ländern haben sich Griechenland und in nicht ganz so exzessivem Maße Portugal bewusst aber letztlich im augenzwinkernden Einverständnis der Regierungen der anderen Eurostaaten über die Schuldenregeln des Europäischen Stabilitätspaktes hinweg gesetzt. Aber selbst ein harter sanktionsbewehrter Stabilitätspakt hätte die Schwierigkeiten, in denen Irland oder Spanien derzeit stecken, nicht verhindert. Denn diese beiden Länder waren bis 2008 d.h. bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise haushaltswirtschaftlich solide aufgestellt, und ihre Probleme haben ihre Ursache in den überdehnten privaten Banken im Fall Irlands und nach dem Platzen der Immobilienblase in den überschuldeten privaten Haushalten im Fall Spaniens .

D.h. wir dürfen nicht alle krisengeschüttelten Staaten über einen Kamm scheren.

In meinen Augen war es richtig – oder um das gerne von Frau Merkel

benutzte Unwort des Jahres zu verwenden zwar nicht ökonomisch wohl aber politisch „alternativlos“, dass die EU-Staaten Mitte vergangenen Jahres **Rettungsmaßnahmen** für die „down gradeten“ südeuropäischen Eurostaaten ergriffen, um sie von den auf einen Bankrott dieser Staaten gerichteten Spekulationswellen abzuschirmen und ein mögliches Auseinanderbrechen der Euro-Zone zu verhindern.

Mit diesen Maßnahmen, dem Rettungspaket für Griechenland in Höhe von 110 Mrd. Euro – wovon 80 Mrd. auf die Euro-Länder und 30 Mrd. auf den IWF entfallen - und mit dem allen Euro-Ländern zur Verfügung stehenden bis Juni 2013 befristeten Rettungsschirm, dem **European Financial Stability Facility** (EFSF) wurde allerdings nur knapp drei Jahre Zeit gekauft.

Hier und heute möchte ich mich aber mit der Frage beschäftigen, ob der am 24./25.3. gefundene dauerhafte **Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM)** wirklich die nachhaltige Lösung zur Bewältigung und zur Verhinderung von Verschuldungsproblemen ist, wie es die Politik behauptet.

Meine Antwort ist dreigeteilt:

Erstens: Nein.

Zweitens: Eine dauerhafte Antwort, die mehr als ein politischer Kompromiss ist, kann es nicht geben.

Drittens: Auch die von vielen vehement geforderte Konkursordnung für die Euro-Staaten d.h. eine fest vorgegebene Hair-cut-Regel der Beteiligung privater Gläubiger könnte die Probleme, wie wir sie derzeit haben, nicht sicher verhindern, ja im schlimmsten Fall sogar befördern.

Den Politikern – auf der deutschen Seite Helmut Kohl - die vor gut 20 Jahren die Einführung des Euro beschlossen haben, musste eigentlich klar sein, dass dieser Gemeinschaftswährung die ökonomischen Voraussetzungen fehlten. Denn die Bedingungen eines gemeinsamen Währungsraumes, wie sie von Nobelpreisträger Robert Mundell 1961 formuliert wurden, lagen und liegen nicht vor. Es gab und gibt weder eine hohe Faktormobilität und flexible Arbeitsmärkte noch eine koordinierte Wirtschafts-, Finanz- und Lohnpolitik.

Dennoch hat man sich damals bewusst – gegen die Vertreter der „Krönungstheorie“, die Ökonomen, die im Euro den Schlussstein der vorher etablierten politischen Union sahen – entschieden, diese Währung einzuführen und zwar weniger als ökonomisches Projekt, sondern mehr der „Grundsteintheorie“ folgend als politisches Projekt, mit dem Ziel über die Gemeinschaftswährung die politische Integration zu vertiefen.

Und eine von allen „Kundigen“ – so zumindest Finanzminister Waigel und seinen Staatssekretären Köhler und Stark - augenzwinkernd akzeptierte Geburts- oder Lebenslüge des Euro war, dass die strikte Einhaltung der Konvergenzkriterien und ein scharfer Stabilitätspakt kein hinreichender Ersatz für die fehlende gemeinsame Wirtschaftspolitik wären bzw. sein würden. Dies war so etwas wie eine Geburts- und Lebenslüge des Euro, um nicht nur den Deutschen diese Gemeinschaftswährung schmackhaft zu machen.

Heute müssen wir feststellen – und die Krise der südeuropäischen Länder ist ein Indiz dafür, dass der über den Euro geschaffene monetäre Union - bislang - die politischen Union, sprich eine gemeinsamen Politik nicht folgte. Im Gegenteil, vereinfacht aber nicht ganz falsch: Wir müssen leider

die Spaltung der Währungsunion in einen stabilen wirtschaftlich Norden und einen ökonomischen instabilen Süden konstatieren.

Auf dieses Problem der zunehmenden Heterogenität der Euro-Länder gibt es eigentlich nur zwei „saubere“ Antworten, die allerdings kein verantwortlicher Politiker in einem der 17 Euro-Staaten als Optionen akzeptieren dürfte:

1. Die einzelnen Länder geben ihre nationalen Finanz-, Wirtschaft- und Sozialpolitik und ihre unterschiedlichen „Geschäftsmodelle“ des Wirtschaftswachstums – z.B. Deutschland seine Exportorientierung - auf und werden zu einer politischen Union mit einer mächtigen Wirtschaftsregierung, wie dies Sarkozy es möchte.
2. Die derzeitige Währungsunion löst sich auf, und es bildet sich eine wirtschaftlich homogene Kernunion. Olaf Henkel lässt Grüßen. Dies würde das Ende des Projekts der vereinigten Staaten von Europa und einen Rückfall in die überkommene Kleinstaaterei bedeuten, sowie eine markante Aufwertung des „Nordeuro“ mit all seinen Problemen.

Da beide ökonomisch saubere Lösungen sowohl aus der Sicht Deutschlands, wie auch aus der Sicht Griechenlands oder Portugals nicht sonderlich attraktiv und wünschenswert erscheinen, konnte und kann es realpolitisch immer nur darum gehen, nach Kompromissen zu suchen, die die derzeitige Währungsunion erhalten, obwohl die politische Union nicht in Sicht ist.

Und bei den in der EU wie der EWU zu findenden Kompromissen geht es nicht nur um einen Ausgleich der unterschiedlichen ökonomischen Befindlichkeiten der einzelnen Länder, sondern auch um einen Ausgleich zwischen **unterschiedlichen Politikkonzepten**, für die prototypisch Deutschland und Frankreich stehen.

Deutschland, die Beneluxstaaten oder Österreich lieben Regelbindungen, wie Konvergenzkriterien, mit „automatischen“ Sanktionen bewehrte Stabilitätspakte, Rentenformeln oder Schuldenbremsen. Hinter dieser Regelerorientierung steht ein Misstrauen gegen den jeweiligen Mehrheiten geschuldete politische Ad-hoc-Entscheidungen. Überspitzt geht es darum, über solche Regeln zu versuchen, die demokratischen Entscheidungsprozesse im Interesse einer einmal gefällten „richtigen“ Entscheidung zu entpolitisieren bzw. in als wichtig angesehenen Fragen den diskretionären demokratischen Entscheidungsspielraum möglichst klein zu machen.

Derartige Regelbindungen sind der Tradition der französischen Politik zuwider. Der Primat der Politik gilt dort mehr als das „ökonomisch“ oder „sachlich Gebotene“. Auf situative Besonderheiten und Probleme sind dieser Philosophie folgend der jeweiligen Situation geschuldete Antworten zu geben.

Das Dilemma und damit die Schwäche der deutschen Position erwächst daraus, dass oft die Bedingungen, unter denen Regeln gefunden und verabschiedet werden, dann nicht mehr gelten, wenn die Regeln wirken sollen. Der Europäische Stabilitätspakt wurde von Deutschland in den 1990er Jahren gegen den Willen einer Reihe anderer Mitgliedsstaaten der EWU durchgesetzt, aber just von Deutschland 2003 aufgrund der damaligen wirtschaftlichen Schwierigkeiten verwässert, um nicht als erstes Land einen „blauen“ Brief zu bekommen. Unsere seit 2005 geltende Rentenanpassungsformel wurde bereits fünf Mal außer Kraft gesetzt oder durch Ad-hoc-Maßnahmen (Stichworte: Rentengarantie, Aussetzen der „Riester-Treppe“) modifiziert.

Pointiert aber nicht falsch: Der Kompromiss vom 24./25. März 2011 atmet mehr den Geist der französischen Philosophie denn den deutschen.

Denn es gibt

- keine automatischen Sanktionen,
- keine EWU-weite Verpflichtung, sich Schuldenbremsen zu verordnen,
- keine Verpflichtung auf ein Mindestrenteneintrittsalter und eben auch
- kein geregeltes Insolvenzverfahren für die Euro-Länder.

Dafür hat Deutschland verhindert, dass es Strafen für zu hohe Leistungsbilanzüberschüsse gibt, dass das deutsche Gesellschaftsmodell des exportierten Wachstums nicht zur Disposition gestellt werden muss und dass es keine europäische Wirtschaftsregierung gibt.

Das Ende März 2011 vereinbarte Agreement konnte deshalb keine perfekte Lösung sein. Aber dennoch ist dieser Kompromiss besser als die zum Teil schrille Kritik daran vermuten lässt.

Besser insofern, da der **ESM** zumindest im Vergleich zur Mitte 2013 auslaufenden **EFSF** eine Reihe von Vorteilen aufweist:

- Durch den ESM ist nicht gewährleistet, dass ein Land nicht bankrott gehen kann. Wenn ein Land seine Schulden nicht mehr bedienen kann oder will. Der neue Schutzschirm kann oder soll einen Bankrott nicht verhindern.

- Die Regierungschefs der EU-Staaten haben mit dem ESM klar machen wollen, dass auch finanziell angeschlagene Länder auf jeden Fall in der Euro-Zone gehalten werden sollen.
- Durch die Aufstockung können ab 2013 im Prinzip - bei einem hoffentlich nicht eintretenden Bedarf - nun auch größere Volkswirtschaften wie etwa Spanien oder sogar Italien abgesichert werden.
- Die dauerhafte Einrichtung des ESM und sein größeres Volumen beugt Spekulationen der Finanzmarktteilnehmer gegen einzelne Euro-Länder deutlich besser vor; bei der Einrichtung des EFSF hatten sich die Märkte – nicht zuletzt, da der EFSF nur temporär eingerichtet ist nur kurzfristig beruhigt.
- Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde leicht verschärft.
- Hilfen aus dem ESM gibt es nicht umsonst. Sie sind strikt konditional und müssen verzinst werden. Der ESM ist ein Einstandsmechanismus mit Solidaritätselementen, aber er ist nicht – wie behauptet – der definitive Einstieg in eine Transferunion. Nach wie vor müssen alle Staaten ihre – wo auch immer – aufgenommenen Schulden selbst bedienen und tilgen.

Richtig ist, dass Deutschland mit 21,7 Mrd. Euro als tatsächlich zu zahlende Bareinlage in den neuen Fonds und mit 168,3 Mrd. Euro als abrufbares Kapital absolut die größten Beiträge zum ESM beisteuert.

Völlig anders sieht dies aus, wenn man die nationalen Beiträge zum ESM in Relation zur jeweiligen nationalen Wirtschaftsleistung in Beziehung setzt. Dann liegen nämlich Portugal mit 10,2% der Relation zum BIP und Malta mit 9,6% deutlich vor Deutschland (7,6%).

Im Übrigen: die 21,7 Mrd. Euro Bareinlage stellen **Eigenkapital** des ESM dar, sie stellen also keine – wie die Bild-Zeitung suggerierte - Transfers

dar, die „weggezahlt“ werden. Infolge dessen erhöhen diese Einlagen auch nicht das Staatsdefizit, da sie lediglich zur Sicherung der hohen Bonität des ESM dienen.

Nachteile dieses Kompromisses sind, dass es verpasst wurde, einen unabhängigen **Europäischen Währungsfonds** nach dem Vorbild des IWF zu gründen. Ein solches Gremium hätte schneller und zielgerichteter auf eine Krise innerhalb der Euro-Zone reagieren können, als es die Gemeinschaft der Regierungschefs oder des IWF können.

Anders als beim ESM, bei dem letztendlich die Politik und damit gelegentlich der kleinste gemeinsame Nenner das Sagen hat, wäre bei einem Europäischen Währungsfonds mehr Unabhängigkeit und damit mehr Sachlichkeit einer solchen Konstruktion gesichert.

Es wurde ferner auf Regeln verzichtet, **wann** und wie **stark private Gläubiger** mit ins Boot genommen werden müssen und zwar vor staatlichen Hilfen.

Von vielen Ökonomen wird das **Fehlen einer solchen Insolvenzordnung** für die Euro-Zone als der wohl gravierendste Defekt dieses Agreements angesehen.

Bei einer solchen staatlichen Insolvenzordnung hätten die folgenden Punkte geklärt und verbindlich festgeschrieben werden müssen:

- Festlegung von **wem** der Insolvenzantrag auszugehen hat,
- Festlegung ab **welchem Quorum** eine Einigung mit den Gläubigern bindenden Charakter hat (→ **collective action clauses**)
- Festlegung **wer** die Vertragserfüllung überwacht

Als wichtigstes Argument **einer solchen Insolvenzordnung** wird die davon erwartete Verringerung von Moral-Hazard-Problemen genannt, die bei einem Fehlen auftreten würden.

Fehlt eine Konkursordnung, würde es nämlich zu

- Moral Hazard auf Seite des **betroffenen überschuldeten Staates** kommen (Bei einer fehlenden Konkursordnung sinken die Anreize zu fiskalischer Solidität, da andere Staaten haften.)
- Moral Hazard auf Seite der **Transfergeber** (Bei einer fehlenden Konkursordnung sinken auch in diesen Ländern die Anreize zu fiskalischer Solidität, da man mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit einen Bailout leisten muss.)
- Moral Hazard auf Seiten der **privaten Gläubiger** (Bei einer fehlenden Konkursordnung sinken die Anreize, Staatspapiere nach Risikogesichtspunkten, sprich nach Maßgabe realistischer Ausfallwahrscheinlichkeiten zu bewerten, da man von der Staatengemeinschaft gegen einen Zahlungsausfall abgesichert wird.)

Basis dieser Argumente ist, dass Finanzmärkte effizient sind und die Teilnehmer auf diesen Märkten sich rational verhalten. Die Finanzkrise des Jahres 2008/9 sollte uns allerdings gezeigt haben, dass sowohl diese Rationalitätsannahmen wie auch die angenommene Effizienz von Finanzmärkten sich als fragwürdig erweisen können.

Mit anderen Worten, selbst wenn es eine Insolvenzordnung gäbe, könnte es zumindest für eine mehrjährige Übergangszeit durchaus zu **Reaktionen an den Finanzmärkten** kommen, die **nicht** durch die **Fundamentaldaten**

eines Landes begründet werden können, und eine Insolvenzordnung, die einen Staatsbankrott verhindern soll, könnte dann sogar zu unerwünschten Kollateraleffekten führen und damit die Wahrscheinlichkeit solcher Bankrotte nicht verringern, sondern erhöhen. Dieses Phänomen, dass in Krisenzeiten durch den Konkurs eines Landes auch halbwegs solide andere Länder abgestraft werden, konnte am Beispiel Südkoreas im Zuge der Asienkrise Ende der 1990er Jahre beobachtet werden.

Auch in der aktuellen Krise gibt es Indizien dafür, dass die Reaktionen und Bewertungen an den Finanzmärkten nicht nur „realitätsgetrieben“ sind. So ist die spanische Schuldenstandsquote deutlich niedriger als die deutsche und liegt unter dem Durchschnitt der Euro-Länder. Zudem hat die spanische Regierung ein Konsolidierungsprogramm aufgelegt. Dennoch wird das Land als potenzieller Ausfallkandidat an den Finanzmärkten gehandelt. In diesem Fall könnte eine bestehende Insolvenzordnung in Form einer „self-fulfilling-prophecy“ durchaus zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen dieses Landes führen, die sachlich eigentlich nicht geboten wären.

Und es passt auch nicht zusammen, wenn - wie im Falle Portugals - die Kreditwürdigkeit eines Landes zunächst wegen mangelnder Haushaltsdisziplin herabgestuft wird und nachdem dieses Land daraufhin ein ambitioniertes Konsolidierungsprogramm verabschiedet hat, es noch einmal von der gleichen Agentur herabgestuft wurde wegen der verschlechterten Wachstumsperspektiven aufgrund dieser Konsolidierungsmaßnahmen.

Das bedeutet natürlich nicht, dass Finanzmärkte durchweg „falsch“ liegen, aber man kann Zweifel haben, ob die Märkte ihrer Funktion **immer gerecht** werden, wie das von den Protagonisten von Insolvenzordnungen

unterstellt wird.

Ende letzter Woche (30./31.3.) äußerte der IWF Zweifel am Erfolg der 2010 ergriffenen Rettungsbemühungen für Griechenland und plädierte – entgegen seiner Auffassung von vor einem Jahr – für eine zügige Umschuldung.

Wenn Ende März eine Konkursordnung für Euro-Staaten worden wäre, wäre mit einem Haircut der Gläubiger Griechenlands ein Bankrott Portugals und sogar Irlands sehr viel wahrscheinlich als er es heute ist. Denn jeder Anleger würde in Sorge um sein Engagement schnellst möglich seine Mittel aus diesen Ländern abziehen mit der Folge einer Explosion der Zinsaufschläge auf die Anleihen dieser Länder, die eine Refinanzierung unmöglich und damit einen Staatsbankrott unvermeidlich machen würde.

Kurzum, die **Hoffnung eine Insolvenzordnung** für Euro-Staaten **würde eine Garantie bedeuten**, dass es in der Zukunft keine Krisen a la Griechenland, Portugal oder Irland mehr gäbe, kann auch **trügerisch** sein. Deshalb: Es gibt gute Gründe für Regeln für einen Staatsbankrott. Nur muss man akzeptieren, dass auch solch eine Insolvenzordnung einen Staatskonkurs keineswegs verhindert, ja ihn in Einzelfällen sogar befördern kann. Und wohl deshalb verzichtet der IWF in seinen Regularien darauf, die Gläubiger der um Unterstützung bittenden Länder vor einer Unterstützung automatisch zur Kasse zu bitten. Stattdessen dominieren fallbezogene Lösungen.

Ich gebe zu, der regelorientierten deutschen Politik und Wissenschaft muss ein solches Vorgehen suspekt vorkommen.

Ein letztes Wort: Ist es vorstellbar, dass es in einer EWG und einer EU, die immer auch eine Transferunion sein sollte, eine EWU geben kann, die keinerlei Transferelemente haben darf? Ich glaube nicht.

Wir sollten deswegen den Begriff Transferunion nicht als Totschlagargument gegen Solidaritätsargumente unter den Euro-Ländern bemühen. Man kann nicht die Vorteile des Binnenmarktes nutzen, ohne auch ein Stück weit bereit sein, zu helfen. Aber man kann auch solidarisch sein, ohne die Schulden eines Landes übernehmen zu müssen. Alles andere würde der Idee des Europäischen Integrationsprojektes widerstreben und Europa wieder dahin treiben, wo es nie wieder hinwollte: **Zurück zur nationalen Kleinstaaterei** also dorthin, wo wir aus politischen Gründen gerade nicht hin wollen (sollten).