



Martin Schütte*

Situation

Um die Frage, ob ein Mitgliedstaat der EU oder überhaupt ein souveräner Staat insolvent werden darf oder sogar soll, wird zurzeit erbittert gerungen. Die Lager sind klar. Befürworter sind diejenigen, die ohne Insolvenz eines überschuldeten Mitgliedstaates wie Griechenland oder Irland einspringen und die Hauptlasten einer Sanierung tragen müssen. Das sind die finanziell stärksten Mitgliedstaaten, allen voran Deutschland, und deren Steuerzahler. Vehemente Gegner sind natürlich alle Staaten, die mit einer Insolvenz jetzt oder in Zukunft rechnen müssen, sowie alle privaten und öffentlichen Gläubiger, die diesen Staaten Geld geliehen haben oder weiter leihen wollen. In erster Linie sind das die Banken und institutionellen Anleger, die massiv in die höherverzinslichen Anleihen dieser hoch verschuldeten Länder investiert haben und risikofrei weiter investieren wollen.

Offiziell ist die Schaffung eines geordneten Insolvenzverfahrens für Mitgliedstaaten (Krisenmechanismus) durch die Einigung der Staats- und Regierungschefs auf dem EU-Gipfel vom 29. Oktober 2010 auf der Tagesordnung. Ob es allerdings tatsächlich dazu kommt, ist mehr als ungewiss, da sich dagegen massiver Widerstand bei der Mehrheit der Mitgliedsländer formiert. Trotzdem bleibt ein geordnetes Insolvenzverfahren für überschuldete Mitgliedstaaten eine zwingende Notwendigkeit für den Bestand der Währungsunion.

Warum brauchen wir ein Insolvenzverfahren?

Was sind die Argumente?

1. *EU-Vertrag*. Die Geschäftsgrundlage für die Währungsunion ist das Verbot, dass Mitgliedsländer für die Schulden anderer Mitgliedsländer aufkommen (No-Bailout-Klausel, Art. 125 des konsolidierten Europa-Vertrages/»Stabilisierungs- und Wachstumspakt«). Der Weg in eine Transferunion ist damit vertraglich ausgeschlossen. Als einzige Mög-

lichkeit, eine Überschuldungssituation nachhaltig zu lösen, bleibt dann eine Insolvenz mit dem Ziel einer Sanierung des Landes unter Beteiligung aller Gläubiger (Umschuldung).

2. *Marktwirtschaftliche Lösung*. Eine Insolvenz ist das klassische Mittel, eine Überschuldungssituation zu lösen. Sie kommt in allen Bereichen der Wirtschaft tagtäglich zum Einsatz, ob bei Privatpersonen oder Unternehmen, und ist ein unverzichtbarer Bestandteil einer freien Marktwirtschaft. Denn sie stellt der unternehmerischen Entscheidungsfreiheit und der damit verbundenen Gewinnmöglichkeit das zwingend notwendige Risiko des Verlustes des eingesetzten Kapitals gegenüber. Damit ist sie die wirksamste Waffe gegen eine zu hohe Risikobereitschaft.

3. *»Moral hazard«*. Fehlt dieses Korrektiv und hat der Unternehmer einseitig die Chance, Gewinn zu erzielen, und gleichzeitig die Möglichkeit, auftretende Risiken und Verluste auf Dritte abzuwälzen, muss es zu Fehlentwicklungen und dem Eingehen unvertretbarer Risiken kommen, die letztlich die marktwirtschaftliche Ordnung insgesamt gefährden. Das ist das Kernproblem der aktuellen Finanzkrise, sowohl bei den Banken als auch den Mitgliedstaaten der EU.

4. *Erfahrungen der Krise*. In beiden Krisen hat der moral hazard funktioniert. Die Banken insgesamt waren überschuldet und illiquide, d.h. insolvent. Sie wurden gerettet von den Zentralbanken und Regierungen, d.h. dem Steuerzahler. Die Gläubiger der Banken sind mit wenigen Ausnahmen (z.B. Lehman Brothers, HRE) ungeschoren davon gekommen und haben für ihre Risiken und Verluste nicht einstehen müssen. Da inzwischen bereits praktisch alle Banken als »systemrelevant« gelten und nach wie vor keine Regelung für die Haftung der Bankgläubiger besteht, sind die Probleme nicht gelöst und eine

* Prof. Dr. Martin Schütte ist ehem. Vorstandsmitglied der HypoVereinsbank/Bayer, Hypotheken- und Wechsel-Bank AG sowie Lehrbeauftragter und Honorarprofessor der Ludwig-Maximilians-Universität München.

nächste Bankenkrise wahrscheinlich. Die Situation der irischen Banken ist ein beängstigender Vorbote.

Dasselbe gilt für das Problem der überschuldeten Mitgliedsländer der EU. Hier hat man das verbindliche »Bail-Out-Verbot« des EU-Vertrages außer Kraft gesetzt, um eine Insolvenz zu vermeiden. Wahrscheinlich war das tatsächlich »alternativlos« wegen der mangelnden Vorbereitung der Entscheidungsträger und des enormen Zeitdrucks. Damit wurde das Problem allerdings nicht gelöst, sondern nur eine kurze Verschnaufpause erkaufte. Abzulesen ist das an den Renditen bzw. Zinsauschlägen für die Anleihen der gefährdeten Staaten, die nach wie vor auf absolutem Krisenniveau verharren. Eingehandelt haben wir uns damit eine Verschärfung des Problems und die drohende Gefahr der Ansteckung der anderen Mitgliedstaaten und der Gefährdung der gesamten Währungsunion. Das wird solange bleiben, solange wir eine Sanierung der überschuldeten Staaten durch eine Umschuldung mit dem jeweils notwendigen Gläubigerverzicht, d.h. Insolvenz, ausschließen.

5. *Interesse des Schuldners.* Eine Insolvenz müsste dabei im wohlverstandenen Interesse jedes dauerhaft überschuldeten Staates liegen. Denn es ist ein erfolgversprechender Weg, die Staatsfinanzen nachhaltig zu sanieren, indem der Umfang der Schulden auf ein verkraftbares und bedienbares Maß zurückgeführt wird. Dafür ist ein Schuldenerlass durch Verzicht der Gläubiger ein wesentliches Element. So kann die Kreditwürdigkeit wieder hergestellt und erfahrungsgemäß das Vertrauen der Märkte in kurzer Zeit wieder hergestellt werden.

6. *Geschichte.* Staatsbankrotte sind über die Jahrhunderte hinweg keine Ausnahme, sondern eine regelmäßige Erscheinung. Konrad und Zschäpitz berichten von 250 Staatspleiten seit 1800 und 90 Bankrotten von 73 Staaten alleine seit 1980. Auch Deutschland war bekanntlich im letzten Jahrhundert gleich zweimal von dem totalen Staatsbankrott mit anschließender Währungsreform betroffen, und auch die USA retteten sich durch die einseitige Aufkündigung der Goldbindung nach der großen Depression in den 30er Jahren faktisch in eine Insolvenz. Alle Staaten haben anschließend wieder Zugang zu den Kreditmärkten gefunden nach Wiedererlangung ihrer Kreditwürdigkeit.

7. *Bundesstaaten.* Auch in Bundesstaaten ist eine automatische Beistandsverpflichtung nicht selbstverständlich und sogar Insolvenzverfahren möglich. Das gilt z.B. für die USA (vgl. Sinn 2010).

Als Zwischenfazit ergibt sich, dass ein Insolvenzverfahren mit dem Ziel einer nachhaltigen Entschuldung auf ein beherrschbares Maß gerade auch für Staaten eine sinnvolle und notwendige Maßnahme ist.

Kriterien für ein Insolvenzverfahren

Die Kreditvergabe an Staaten und die Lösung von Überschuldungssituationen sollte sich sinnvollerweise an den allgemeinen Grundsätzen und Erfahrungen des Kreditgeschäfts orientieren. Denn die Fragestellungen und Antworten sind weitgehend dieselben.

1. *Ziel.* Ziel eines Insolvenzverfahrens ist die Gleichbehandlung der Gläubiger und die Wiederherstellung der Kreditwürdigkeit des betroffenen Staates. Für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit gibt es klare Kriterien, nach denen sich Kreditgeber generell richten.

2. *Schuldendienstquote/Zinssteuerquote.* Die erste und wichtigste Frage ist: Welches Kreditvolumen kann sich der Kreditnehmer leisten, d.h. bedienen? Das ist die Frage nach den verfügbaren Einkünften zur Bedienung der Kredite. Bei Staaten ist es das jährliche Steueraufkommen, das für den Schuldendienst zur Verfügung stehen kann. Das muss das entscheidende Kriterium sein für die laufende Kreditvergabe, für die Feststellung der Überschuldung und vor allem für das Ausmaß, um das in einer Insolvenz die bestehenden Kredite z.B. durch Gläubigerverzicht zurückgeführt werden müssen. Erstaunlicherweise spielt dieses Kriterium in der aktuellen Diskussion und den bisher gemachten Vorschlägen keine Rolle.

Schlüsselkriterium muss deshalb die Schuldendienstquote sein, d.h. das Verhältnis zumindest der Zinsbelastung zu den laufenden Steuereinnahmen des jeweiligen Staates. Für die Frage der Höhe der vertretbaren Quote spielen dabei eine Reihe zusätzlicher Faktoren eine Rolle, wie das Ausmaß des Zinsänderungsrisikos, das sich aus der Fälligkeitsstruktur ergibt, oder auch die Möglichkeiten der Steigerung des verfügbaren Steueraufkommens durch zusätzliche Steuern oder Senkung der laufenden Ausgaben. Diese Faktoren können individuell sehr unterschiedlich sein.

3. *Investitionsquote.* Die zweitwichtigste Frage, die sich ein Kreditgeber stellt, ist die nach dem Verwendungszweck. Dient der Kredit der Finanzierung laufender Ausgaben oder wird er für Investitionen verwendet, die die Wirtschaftskraft stärken und damit das potentielle Steueraufkommen erhöhen? Also: Dient die Kreditaufnahme der Finanzierung eines aufgeblähten Beamtenapparats oder von Investitionen, z.B. in die Infrastruktur, Bildung, Forschung oder der Förderung zukunftsweisenden Technologien? Die Investitionsquote kann beispielsweise gemessen werden als Anteil der Investitionen an den laufenden Ausgaben oder auch der Neuverschuldung des Staates.

4. *Schulden- und Haushaltsdefizitquoten.* Die aktuellen Kriterien für eine Schuldenbegrenzung orientieren sich an dem Bruttoinlandsprodukt (BIP). So sieht der Europäische Sta-

bilitäts- und Wirtschaftspakt eine Obergrenze für den Schuldenstand von 60% und für das Budgetdefizit von 3% des BIP vor. Die in das Grundgesetz aufgenommene Schuldenbremse beschränkt die nicht konjunkturell bedingte Nettokreditaufnahme des Bundes auf 0,35% des BIP. Alle drei Kriterien sind wertvolle Informationen, reichen aber alleine für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Staates nicht aus.

Das *Bruttoinlandsprodukt* ist ein Indikator für die Leistungskraft einer Volkswirtschaft. Für die Kreditwürdigkeit des Staates ist es nur insoweit relevant, als es zu Steuereinnahmen führt oder das Potential für weitere Steuereinnahmen bietet. Anders ausgedrückt: Ein hoher Schuldenstand und eine hohe Schuldenquote sind unbedenklich, wenn das nachhaltige Steueraufkommen hoch genug ist, um die Schulden zu bedienen.

Die Höhe der Quote (60%) ist offensichtlich gegriffen und empirisch nicht gestützt. Es hat in jüngerer Zeit verschiedene Staatsbankrotte gegeben bei zum Teil deutlich niedrigeren Schuldenständen, z.B. Argentinien (2001) und Russland (1998) mit ca. 50% oder die Türkei (1978) mit nur 20% (vgl. Konrad und Zschäpitz 2010).

Auch die *Budgetdefizitquoten* sind nur bedingt aussagekräftig. Dauerhafte Budgetdefizite oder Nettokreditaufnahmen sind negative Kriterien, denn sie führen zu einer laufenden Erhöhung der Verschuldung und damit der Gefahr einer Überschuldung. Ziel einer nachhaltig soliden Finanzpolitik muss ein im Schnitt ausgeglichener Haushalt sein. In Verbindung mit einem entsprechenden Wirtschaftswachstum oder Verwendung für leistungsteigernde Investitionen, die zu einem höheren Steueraufkommen oder Schuldentilgung führen, können vorübergehende Haushaltsdefizite jedoch durchaus gerechtfertigt sein. Die Kriterien des Stabilitätspaktes entsprechen auf jeden Fall nicht diesen Anforderungen, denn 60% Schuldenstand und 3% Budgetdefizit erfordern ein jährliches Wachstum des BIP von 5%, um den Stand zu halten. Das ist bekanntlich für Deutschland eine absolut illusorische Wachstumsrate. Die im Spiegel 43/2010 zitierte Äußerung des EZB-Chefs Jean-Claude Trichet, »Ihr versteht den Ernst der Lage nicht, denn die Regeln müssten noch viel, viel härter gemacht werden«, trifft deswegen leider in vollem Umfang zu.

Allerdings können diese Indikatoren als Frühindikatoren für eine drohende Überschuldungsgefahr oder vor allem eine strukturelle Veränderungen der Verschuldungssituation dienen. Allerdings war das bisher nicht der Fall. Selbst für Deutschland hat sich die Schuldenquote in den letzten 20 Jahren von 37% auf 66% noch vor der Finanzkrise schlicht verdoppelt, ohne einschneidende Gegenmaßnahmen zu provozieren. Für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Staates werden auch diese Quoten erst aussagekräftig in

Verbindung mit den Schlüsselkriterien Schuldendienst- und Investitionsquote. Denn für eine Kreditvergabe ist die Liquiditätssituation des Kreditnehmers das entscheidende Beurteilungskriterium. Für Staaten ist es das Steueraufkommen und der für den Schuldendienst zur Verfügung stehende Anteil davon.

Beispiel Zinssteuerquote

Am Beispiel Griechenland soll demonstriert werden, welche Auswirkungen die Zinssteuerquote als Kriterium für die vertretbare Verschuldung und einen eventuellen Gläubigerverzicht zur Reduzierung der Verschuldung auf ein nachhaltig verkraftbares Maß hat. Deutschland hatte 2009 eine Zinssteuerquote (Anteil der Zinsaufwendungen am Steueraufkommen) von 11% (vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010). Wenn man diese Quote zum Maßstab nimmt, dann sieht die Rechnung für Griechenland anhand der Zahlen von 2009 (vgl. Eurostat 2010) folgendermaßen aus:

Die Schulden Griechenlands betragen 273 Mrd. Euro bei Steuereinnahmen in Höhe von ca. 47 Mrd. Euro (20% des BIP von 237 Mrd. Euro). Bei einem angenommenen Durchschnittszinssatz von 5% reichen 11% der Steuereinnahmen (5,17 Mrd. Euro) zur Bedienung von 103 Mrd. Euro, d.h. die bestehenden Schulden müssten durch einen Gläubigerverzicht in Höhe von 62% auf die bedienbaren 103 Mrd. Euro zurückgeführt werden. Bei einem Zinssatz von 8% (derzeitige Marktzinsen über 11%) steigt der notwendige Verzicht auf 76%. Verdoppelt man die Zinssteuerquote auf 22% der Steuereinnahmen, so lauten die notwendigen Gläubigerverzichte immer noch 25 bzw. 53%. Das sind die Zahlen, wenn eine Bedienbarkeit der Schulden allein über Gläubigerverzichte wieder hergestellt werden soll. Das entspricht auch in etwa der Reaktion und Erwartung der Märkte, die eine über 8% höhere Verzinsung für Griechenland-Anleihen gegenüber Anleihen des Bundes verlangen.

Natürlich gibt es auch andere Maßnahmen, wie Reduzierung der Ausgaben oder eine Erhöhung der Steuereinnahmen. So sieht der Haushaltsentwurf der griechischen Regierung für 2011 (vgl. Handelsblatt vom 18. Oktober 2010) ein Gesamtvolumen von 6,1 Mrd. Euro an Steuerermehreinnahmen und Ausgabensenkungen vor. Wenn sie realisiert und nur für die Zinszahlungen verwendet würden, stiege die Zinszahlungsquote auf 24% und der dann noch notwendige Gläubigerverzicht betrüge 18 bzw. 49%. Das zeigt, dass eine nachhaltige Sanierung der griechischen Finanzsituation durchaus möglich sein muss.

Natürlich verschiebt sich dann das Problem auf die europäischen Banken als Hauptgläubiger Griechenlands. Dabei ergeben sich folgende Größenordnungen: Die deutschen Banken haben einen Forderungsbestand von ca.

33 Mrd. Euro. Ein Forderungsverzicht in Höhe von 25% führt zu einem Abschreibungsbedarf von 8,25 Mrd. Euro, der kein ernsthaftes Problem sein kann. Selbst wenn man von einer Kettenreaktion auf die anderen PIIGS-Staaten (Portugal, Italien, Irland und Spanien) ausgeht, müsste eine Bereinigung machbar sein: die Forderungen der deutschen Banken diesen Staaten gegenüber incl. Griechenland belaufen sich auf ca. 516 Mrd. Euro (alle Zahlen Spiegel 18/2010). Ein Abschreibungsbedarf von ebenfalls 25% würde einen Abschreibungsbedarf von ca. 130 Mrd. Euro ergeben, der im Verhältnis zu den Rettungsmaßnahmen zu Beginn der Bankenkrise absolut gerechtfertigt und verkraftbar ist, wenn damit eine nachhaltige Sanierung der Problemländer und der engagierten deutschen Banken erreicht werden kann.

Unterschiedliche Behandlung der Alt- und Neugläubiger – »collective action clause«

Im Augenblick wird auch diskutiert, bei neuen Anleihen eine vereinzelt schon existierende Vertragsklausel aufzunehmen, die die Zustimmung zu einer gemeinsamen Restrukturierung der Anleihen im Ernstfall vorsieht. Die Altgläubiger wären nicht betroffen. Davon erhofft man sich eine Beruhigung der Märkte und Erleichterung von Restrukturierungsmaßnahmen. Dies dürfte eine Illusion bleiben, wie so viele Maßnahmen, mit denen man hofft, um eine Insolvenz herum zu kommen. Denn eine Beruhigung der Märkte und ein Sinken der Zinsen auf ein normales Niveau ist nur bei einer nachhaltigen und glaubwürdigen Sanierung des betroffenen Staates zu erreichen. Das setzt angesichts der Volumina die Einbeziehung der Altgläubiger voraus. Bleiben sie außen vor und werden ausschließlich die neuen Gläubiger dem Risiko eines Gläubigerverzichts ausgesetzt, werden die Zinsen dieser neuen Anleihen genau diesem Risiko entsprechen, d.h. auf dem jetzigen Niveau verharren, solange eine nachhaltige Sanierung nicht in Sicht ist. Genauso verhalten sich die Märkte. Sie haben sich nur kurzfristig von dem Rettungsschirm der EU beeindruckt lassen, um schon kurz danach auf das Krisenzinsniveau zurückzukehren und seitdem darauf zu beharren. Denn die Märkte wissen, dass eine nachhaltige Sanierung zwingend notwendig ist, und verlangen bis dahin die Zinsen, die eine Sanierung mit den entsprechenden Gläubigerverzichten bereits eingepreist haben. So würde sich auch jeder von uns als privater Gläubiger verhalten. Deswegen wird diese Maßnahme keine Entlastung bringen.

Fazit

- Ein Insolvenzverfahren für Mitgliedstaaten der EU ist ein unverzichtbares Instrument zur Sicherung des Bestandes der gemeinsamen Währung und Wiedererlangung

der Kreditfähigkeit eines dauerhaft überschuldeten Mitgliedstaates.

- Es liegt im wohlverstandenen Eigeninteresse des betroffenen Staates.
- Für die Beurteilung von Erhalt und Verlust der Kreditfähigkeit gelten die normalen Grundsätze der Kreditvergabe.
- Schlüsselkriterium ist die Fähigkeit, die Schulden bedienen zu können (Liquidität).
- Wichtigste Kriterien dafür sind die Schuldendienstquote (Zinssteuerquote) und die Investitionsquote.
- Diese Kriterien sollten zentraler Bestandteil eines Insolvenzverfahrens sein für die Schritte
 - Ingangsetzung eines Insolvenzverfahrens zur Wiedererlangung der Kreditfähigkeit.
 - Beurteilung des Umfangs der notwendigen Maßnahmen wie Ausgabenkürzung, Erhöhung des Steueraufkommens und Restrukturierung der bestehenden Schulden bis hin zu einem notwendigen Gläubigerverzicht.
- Ein Aufschieben der zwingend notwendigen Sanierungsmaßnahmen ist keine Lösung. Sie vergrößert lediglich das Problem für die Betroffenen und gefährdet den gesamten europäischen Währungsverbund (vgl. Sinn 2010).

Literatur

- Eurostat (2010), »Euroindikatoren 157/2010«, Pressemitteilung vom 22. Oktober 2010, www.epp.eurostat.ec.europa.eu.
- Konrad, K.A. und H. Zschäpitz (2010), *Schulden ohne Sühne?*, C.H. Beck, München.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010), Deutschland im Aufschwung – Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2010, *ifo Schnelldienst* 63(20), 3–61.
- Sinn, H.-W. (2010), »Rescuing Europe«, *CEsifo Forum*, August, special issue.