

Stellungnahme zum Gesetzespaket Fiskalvertrag, ESM und Bundesschuldenwesen

Anhörung Deutscher Bundestag,
Haushaltsausschuss, 7. Mai 2012

PD Dr. Friedrich Heinemann (ZEW Mannheim)

unter Mitwirkung von

Florian Misch, Ph.D. (ZEW Mannheim)

Marc-Daniel Moessinger (ZEW Mannheim)

Christoph Schröder (ZEW Mannheim)

Mustafa Yeter (ZEW Mannheim)

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

Ansprechpartner

PD Dr. Friedrich Heinemann

ZEW

L 7, 1 · 68161 Mannheim

Postfach 10 34 43

68034 Mannheim

E-Mail heinemann@zew.de

Telefon 0621 1235149

Telefax 0621 1235223

Inhalt

1	Zusammenfassende Bewertungen	1
2	Der Gesamtkontext.....	3
3	Funktion und Wirksamkeit von Fiskalregeln	4
4	Detailbewertung des Fiskalvertrags.....	6
5	Europäischer Stabilitätsmechanismus	8
6	Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes	11
	Zitierte Literatur	12

1 Zusammenfassende Bewertungen

Gesamtkontext

- **ESM und Fiskalvertrag sind Elemente einer im Grundsatz stimmigen Gesamtstrategie.** Die Etablierung des dauerhaften Beistandsmechanismus wird an die Bedingung verbesserter nationaler Fiskalregeln geknüpft. Dieser Zusammenhang wird dadurch unterstrichen, dass sich künftig ein Land nur dann für ESM-Stabilitätshilfen qualifiziert, wenn es seine fiskalvertraglichen Verpflichtungen erfüllt.
- **Fiskalische Regeln, wie sie im Fiskalvertrag angelegt sind, sind gerade nicht mit rigider Austerität gleichzusetzen.** Im Gegenteil: Ein Verzicht auf glaubwürdige Fiskalregeln würde erst recht einen kompromisslosen Sparkurs in der Gegenwart erzwingen.

Fiskalvertrag

- **Der Fiskalvertrag verfolgt durch seine Verpflichtung auf Etablierung nationaler Fiskalregeln eine richtige Stoßrichtung.** Die Empirie ist vorsichtig optimistisch, dass solche Regeln tatsächlich defizitbegrenzend und vertrauensbildend wirken können.
- **Der Fiskalvertrag bringt gegenüber den existierenden Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts Verbesserungen:** einerseits die Verankerung im nationalen Rechtssystem und andererseits glaubwürdigere Sanktionsdrohungen. Allerdings beziehen sich diese neuen Sanktionen nur auf die Vorschrift zur rechtlichen Etablierung neuer Fiskalregeln. Der Vertrag bietet keine neue Handhabe für die Sanktionierung von Regelverstößen.
- **Von zentraler Bedeutung für die Wirksamkeit der neuen Regeln sind nun weitere Detailentscheidungen,** die in der Verantwortung der Europäischen Kommission liegen. **Erstens muss der zu konkretisierende Korrekturmechanismus unbedingt ein institutionelles Gedächtnis für Zielverfehlungen haben.** Solche Verfehlungen müssen innerhalb einer klar definierten kurzen Zeitspanne kompensiert werden. **Zweitens sollten realistische, aber ambitionierte Vorgaben für eine rasche Annäherung der Defizite an das mittelfristige Budgetziel gemacht werden.**

Europäischer Stabilitätsmechanismus

- **Im ESM-Vertrag bieten die Abstimmungsquoten aus deutscher Sicht eine ausreichende Sicherheit**, dass der Garant und Kreditgeber Deutschland nicht gegen seinen Willen zu Leistungen gezwungen wird.
- **Der ESM unterscheidet sich mit der Begrenzung der Haftung auf den jeweiligen Anteil eines Landes am Stammkapital stark vorteilhaft von den vielfach diskutierten „Eurobonds“.**
- **Die Beteiligung des Privatsektors an der Lösung von Überschuldungsproblemen wird im ESM-Vertrag entschieden zu gering gewichtet.** Dies stellt die größte Schwäche des ESM-Vertrags dar. Daraus ergibt sich die Gefahr, dass die Kreditgeber Finanzhilfen für überschuldete Staaten leisten, für die ohne Privatsektorbeteiligung dann ein teilweiser Ausfall unausweichlich ist.
- **In der Ausübung seiner Kontrollgewalt über ESM-Finanzhilfen ist dem Bundestag dringend zu empfehlen, bei drohender Überschuldung von Kreditnehmern auf einer frühzeitigen Privatsektorbeteiligung als Bedingung für seine Zustimmung zu bestehen.**

Bundesschuldendwesengesetz

- **Der Gesetzentwurf zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes ist in seinem grundsätzlichen Anliegen und in seinen Details überzeugend.** Mit dem Gesetz werden die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass auch der Bund seine Anleihen mit Laufzeiten von über zwölf Monaten in Zukunft mit Collective Action Clauses (CAC) ausstattet. Grundsätzlich ist es wichtig, Vorsorge dafür zu treffen, dass es über Griechenland hinaus zu Privatsektorbeteiligungen bei der Lösung der europäischen Schuldenkrise kommen kann.
- **Deutschland hat durch die Verankerung von CACs keine steigenden Kosten bei der Finanzierung seiner Staatsverschuldung zu erwarten.**

2 Der Gesamtkontext

Die Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise bedarf einer umfassenden Strategie und wird Jahre in Anspruch nehmen. Eine Lösungsstrategie muss darauf setzen

- Verschuldungsanreize durch wirksamere nationale und europäische Regeln zu begrenzen,
- realwirtschaftliche Ungleichgewichte abzubauen,
- Vorbedingungen für ein höheres Potenzialwachstum zu schaffen, weil Wirtschaftswachstum das beste Mittel gegen Verschuldung ist,
- Lösungsmechanismen für Situationen staatlicher Überschuldung zu entwickeln,
- das Finanzsystem widerstandsfähiger gegen systemische Erschütterungen bei der Umschuldung insolventer staatlicher Schuldner zu machen,
- Notfallkreditsysteme gegen sich selbst erfüllende Panikattacken an den Staatsanleihemärkten zu etablieren,
- die aber nicht in permanente Transfersysteme degenerieren dürfen.

Von den Fortschritten auf all diesen Feldern wird es abhängen, wie schnell die EZB von ihrer derzeit umfänglich wahrgenommenen Verantwortung in der Eindämmung der akuten Krise entbunden werden kann. Dies ist unabdingbar, um die innere Stabilität der europäischen Währung auf Dauer zu sichern.

Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Fiskalvertrag, aber auch ein scheinbar unbedeutendes technisches Detail wie die Aufnahme von Collective Action Clauses (CAC) in die nationalen Finanzierungssysteme sind im Kontext dieses Gesamtzusammenhangs zu bewerten.

3 Funktion und Wirksamkeit von Fiskalregeln

Der „Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion“ (im Folgenden kurz: „Fiskalvertrag“) ergänzt das bislang unzulängliche fiskalische Regelwerk der Währungsunion, indem er europäische Vorgaben für nationale Fiskalregeln macht. Überzeugend konstruierte Fiskalregeln können einen Teilbeitrag dazu leisten, Vertrauen an den Staatsanleihemärkten zurück zu gewinnen. Dabei ist allerdings zunächst auf zwei Missverständnisse hinzuweisen:

Erstens können Fiskalregeln in Isolation nicht wirksam sein. Werden etwa die tiefer liegenden strukturellen Ursachen hoher öffentlicher Schulden (administrative Unzulänglichkeiten, fehlende ökonomische Wettbewerbsfähigkeit, systemische Krisen des Finanzsektors) nicht gelöst, dann können Fiskalregeln alleine nichts bewirken. Als Teil eines umfassenden Reformpakets können sie aber sehr wohl einen wichtigen Teilbeitrag zur Gesamtstrategie leisten.

Zweitens sind intelligent konstruierte Fiskalregeln nicht gleichzusetzen mit rigider Austerität. Fiskalregeln wie die deutsche grundgesetzliche Schuldenbremse lassen der Budgetpolitik Spielraum, um im Konjunkturverlauf „zu atmen“. Sie verpflichten aber dazu, in konjunkturellen Normalzeiten (und noch mehr in überdurchschnittlich guten Wachstumsjahren) Sparsamkeit an den Tag zu legen. In der akuten gegenwärtigen Schuldenkrise, in der manche Länder überhaupt keine Chance haben, ihr Budget kurzfristig auch nur in die Nähe der Nulllinie zu bringen, signalisiert die Etablierung solcher Regeln den Kreditgebern, dass diese Länder auf Dauer ihre Verschuldung eindämmen werden, auch wenn die aktuellen Budgetzahlen dies noch nicht zeigen können. **Ein Verzicht auf glaubwürdige Fiskalregeln würde erst recht kompromisslose Sparmaßnahmen in der Gegenwart erzwingen**, weil dann letztlich nur eine Verbesserung der Ist-Zahlen bliebe, um Kreditgebern eine Wende in der Schuldenpolitik zu signalisieren.

Empirische Analysen zur Wirksamkeit nationaler Fiskalregeln sind vorsichtig optimistisch, dass Fiskalregeln Schuldentendenzen abschwächen und außerdem an den Kapitalmärkten durch einen leichten Rückgang von Risikoaufschlägen honoriert werden.

Numerische Fiskalregeln, die etwa quantitative Grenzen für die Obergrenze von Haushaltsdefiziten setzen, wurden in den vergangenen Jahrzehnten vielfach subnational (z.B. US-Bundesstaaten, Schweizer Kantone) oder national etabliert. Inzwischen existiert eine umfangreiche Literatur, welche die Wirkung solcher Regeln auf fiskalische

Größen, aber auch auf die Marktbewertung von Staatsanleihen untersucht (z.B. Feld und Kirchgässner, 2008, für die Schweiz; Europäische Kommission, 2006, für die EU; Bohn und Inman, 1996, für US-Bundesstaaten). Im Allgemeinen zeigt sich hier ein verringernder Einfluss auf fiskalische Größen wie Defizite oder Schulden. Eine zentrale Einsicht ist, dass der dämpfende Effekt der Fiskalregeln umso höher ausfällt, je stringenter die Regeln ausgestaltet sind. So ist es durchaus entscheidend, ob eine Fiskalregel durch einfache Gesetzesänderungen oder nur durch eine Verfassungsänderung modifiziert werden kann. Eine bedeutende Rolle bei der Einführung numerischer Fiskalregeln spielt schließlich auch deren Ausgestaltung, beispielsweise bezüglich der Abdeckung verschiedener föderaler Ebenen und Nebenhaushalte. Die Literatur dazu zeigt, dass schlecht ausgestaltete Fiskalregeln zwar zu einer Reduktion von fiskalischen Größen führen können, im Gegenzug dafür aber die kreative Buchführung – beispielsweise durch Auslagerungen aus den Kernhaushalten – ausgeweitet wird. Gut ausgestaltete (numerische) Fiskalregeln sollten dies berücksichtigen und somit Ausweichmöglichkeiten jeglicher Art vermeiden.

Durch den Fiskalvertrag werden nun europäische Vorgaben für die Etablierung nationaler Fiskalregeln eingeführt. Hier stellt sich die Frage, ob nationale Regeln, die auf externen Druck hin etabliert werden, die gleichen Wirkungen haben können wie Regeln, die sich Staaten aus freien Stücken gegeben haben. Gerade in letzterem Fall ist dies auch Ausdruck eines nationalen Konsenses hinsichtlich der Stabilitätspräferenzen. Heinemann, Kalb und Osterloh (2011) haben in ihrer Arbeit untersucht, wie Fiskalregeln auf die Finanzierungskosten von Staaten wirken, wenn man gleichzeitig Indikatoren heranzieht, die Auskunft über die nationalen Stabilitätspräferenzen geben. Dabei zeigt sich, dass Fiskalregeln gerade in Ländern mit geringeren Stabilitätspräferenzen Finanzierungskosten senken. **Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die externe Veranlassung einer Regelsetzung nicht unbedingt deren Wirksamkeit mindert.** Voraussetzung dafür ist natürlich eine handwerklich hohe Qualität der betreffenden Regel, die die Glaubwürdigkeit der Regel sowohl nach außen (z.B. Finanzmärkte) als auch nach innen unterstreicht.

4 Detailbewertung des Fiskalvertrags

Der Fiskalvertrag verfolgt die richtige Stoßrichtung. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt mit seinen europäisch kodifizierten Regeln konnte eine weitere Akkumulation von Staatsschulden seit Euro-Einführung nicht verhindern. Aus dieser Erfahrung heraus werden mit dem Fiskalvertrag nun europäische Vorgaben für die Etablierung nationaler Fiskalregeln gemacht. Die Hoffnung in die Wirksamkeit nationaler Fiskalregeln ist angesichts der zuvor zitierten Literatur nicht unbegründet. Außerdem wird der neue Vertrag genutzt, um die Euro-Staaten auf eine Unterstützung der Europäischen Kommission im (europäischen) Verfahren bei übermäßigen Defiziten zu verpflichten.

Der Vertrag verpflichtet die Vertragsparteien darauf, in ihren nationalen Rechtsordnungen Vorschriften zum Ausgleich des gesamtstaatlichen Budgets zu verankern. Dabei wird als Obergrenze für das zulässige Defizit 0,5 Prozent für das Verhältnis des strukturellen Defizits zum BIP festgeschrieben. **Dabei ist anzuerkennen, dass die Verankerung in nationalem Recht mit hoher rechtlicher Bindungswirkung für das gesamte nationale Haushaltswesen angestrebt ist. Die Formulierung „vorzugsweise mit Verfassungsrang“ beinhaltet allerdings bedauerlicherweise die Möglichkeit, auch eine einfachgesetzliche Regelung vorzunehmen.**

Die Strafandrohung bei fehlender Etablierung der Schuldenbremse ist von relativ hoher Glaubwürdigkeit (gemessen etwa an der Strafandrohung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakt). Der Europäische Gerichtshof entscheidet über eine Regelverletzung und kann ein Zwangsgeld verhängen, wodurch die Sanktionsentscheidung in keiner Weise von Mehrheitsverhältnissen unter den Mitgliedstaaten abhängig ist. Der Europäische Gerichtshof kann dabei von jeder Vertragspartei (alleine) angerufen werden. All diese Vorkehrungen sind ungleich überzeugender als dies (bis heute) für das europarechtliche Sanktionsverfahren bei übermäßigen Defiziten gilt. Die Höhe der angedrohten Sanktion ist allerdings mit 0,1 Prozent gering, für Deutschland ergäbe sich eine Größenordnung von lediglich 2,5 Mrd. Euro.

Allerdings ist herauszustellen, dass sich diese Sanktionsandrohung nur auf die Regelung, nicht aber die Regeleinhaltung bezieht. Wird die 0,5 Prozent-Grenze der nationalen Regeln verletzt, so bietet der Fiskalvertrag keinen neuen Ansatzpunkt für europäische Sanktionen. Dies ist von besonderer Relevanz, wenn man bedenkt, dass im Falle einer kontinuierlichen Verletzung der Fiskalregel ein Defizitverfahren nach den Vorgaben des SWP in Gang gesetzt werden wird. Trotz dessen Reform darf an der Ef-

fektivität und Abschreckungswirkung der dort verankerten Sanktionsmechanismen weiterhin gezweifelt werden. Die Kritik an der Glaubwürdigkeit der SWP-Sanktionsdrohung ist bekannt und gilt weiterhin: Geldstrafen für hoch verschuldete Staaten sind nur bedingt glaubwürdig. Weiterhin sind keine vollständig automatischen Sanktionsmechanismen implementiert worden. Die Notwendigkeit einer qualifizierten Mehrheit zur Vermeidung von Sanktionen ist als Quasi-Automatismus zu begrüßen, lässt aber dennoch einen Spielraum, um durch politische Absprachen im Rat eine effektive Sanktionierung zu verhindern. Hier wären eigene Sanktionsmechanismen des Fiskalvertrags mit einer ausschließlichen Zuständigkeit der Kommission oder des Europäischen Gerichtshofs auch für die Einhaltung der Fiskalregeln zu begrüßen gewesen.

Darüber hinaus bedarf es einer weiteren Konkretisierung der Regelungen in Artikel des Fiskalvertrags zur wirtschaftspolitischen Koordinierung und Konvergenz. Bleiben hier Anreize zur effektiven Umsetzung gezielter Maßnahmen aus, so droht der koordinative Aspekt des Fiskalvertrags ins Leere zu laufen und keine Wirksamkeit zu entfalten. Es werden weder konkrete Mittel, Ziele noch Zeiträume genannt, sodass eine im Notfall rechtliche Durchsetzbarkeit dieses Abschnitts des Fiskalpakts nicht gewährleistet ist.

Des Weiteren ist zu konstatieren, dass der Fiskalvertrag wichtige Details der neuen Fiskalregeln noch offen lässt. Dies gilt für die vorgeschriebene Geschwindigkeit in der Annäherung an den Zielwert, für die Ausgestaltung des Korrekturmechanismus, der die Verpflichtungen für den Fall regelt, dass es zu einer Abweichung der Budgetsalden vom Zielwert kommt, aber auch für die Vorgaben für die zur Überwachung der Regel zuständigen nationalen Institution. Hier ist die Europäische Kommission mit der Konkretisierung betraut (Art. 3.1 und 3.2 Fiskalvertrag).

Von dieser Konkretisierung wird abhängen, ob der durch den Fiskalvertrag gesetzte Regelstandard wirklich überzeugen kann. Insbesondere sind zwei Dinge zu fordern:

Erstens muss der Korrekturmechanismus unbedingt ein institutionelles Gedächtnis für Zielverfehlungen haben. Die Regeln müssen dafür sorgen, dass Abweichungen des Defizits nach oben innerhalb einer klar definierten kurzen Zeitspanne durch Unterschreitungen kompensiert werden. Nur so können die Schuldenquoten effektiv stabilisiert werden. Auch müssen Ausnahmeklauseln im Rahmen eines solchen Korrekturmechanismus auf ein Minimum beschränkt bleiben.

Zweitens sollten realistische, aber gleichzeitig **ambitionierte Vorgaben für eine rasche Annäherung der Defizite an das mittelfristige Budgetziel** gemacht werden.

5 Europäischer Stabilitätsmechanismus

Die im Zuge der europäischen Schuldenkrise ad hoc konstruierten Notfallkreditfazilitäten sollen durch den ESM nun auf eine permanente Basis gestellt werden. Ein solcher Kreditmechanismus muss schwierige Zielkonflikte austarieren: Er muss einerseits ein Finanzierungsvolumen mobilisieren können, das ausreicht, einen Run auf die Anleihemärkte solventer Euro-Staaten abwehren zu können. Er darf andererseits nicht zu einem Instrument der dauerhaften Finanzierung von insolventen Euro-Staaten mutieren und damit letztlich zu einem Transfersystem degenerieren.

Drei Vorbedingungen sind zu erfüllen, damit die Gefahren, die mit einem solchen Kreditmechanismus verbunden sind, begrenzt bleiben:

- Erstens muss in der **Governance** des Mechanismus ausgeschlossen bleiben, dass Mehrheiten von hoch verschuldeten Staaten de facto Transfers von niedriger verschuldeten Staaten erzwingen können. Der Kreditmechanismus darf nicht die Marktdisziplin aushebeln, über die unsolide Staaten Sanktionen der Kapitalmärkte zu erwarten haben. In diesem Zusammenhang müssen alle Entwicklungen in Richtung einer gesamtschuldnerischen europäischen Haftung unterbleiben.
- Zweitens muss die Kreditgewährung an **strikte Bedingungen** geknüpft bleiben. Unter diesen Bedingungen sind effektive neue Fiskalregeln zu berücksichtigen
- Drittens muss ein Kreditmechanismus für solvente und insolvente Staaten unterschiedlich verfahren. **Für insolvente Staaten ist eine Beteiligung des Privatsektors unabdingbar**, da der Kreditmechanismus andernfalls zu einem Transfermechanismus wird. Für solvente Staaten, die lediglich Opfer einer Liquiditätskrise sind, sind Garantien und Kredite aus Sicht des Kapitalgebers hingegen sehr viel weniger riskant.

Der ESM ist im Hinblick auf diese Bedingungen folgendermaßen zu beurteilen:

Governance/Art der Haftung: **Die Abstimmungsquoten bieten aus deutscher Sicht ausreichende Sicherheit, dass der Garant und Kreditgeber Deutschland durch den ESM nicht gegen seinen Willen zu Leistungen gezwungen wird.** Weder bei qualifizierter Mehrheit (80 Prozent) noch im Dringlichkeitsverfahren (85 Prozent) ist eine Mehrheit gegen die Stimme Deutschlands möglich. Die Haftung ist ausdrücklich nicht gesamtschuldnerisch konzipiert. Hier lässt der ESM-Vertrag keinen Zweifel („Die Haftung

eines jeden ESM-Mitglieds bleibt unter allen Umständen auf seinen Anteil am genehmigten Stammkapital zum Ausgabekurs begrenzt“ Art. 8.5). **Der ESM unterscheidet sich somit stark vorteilhaft von den vielfach diskutierten „Eurobonds“, die in den meisten Konzeptionen gesamtschuldnerisch ausgelegt sind.**

Konditionalität: In den Grundsätzen des ESM werden Finanzhilfen an „strenge, dem gewählten Finanzinstrument angemessene Auflagen“ geknüpft. Damit definiert der ESM die Auflagen nicht genau, dies wäre auch kaum möglich. **Eine wichtige Konditionalität ist allerdings konkretisiert: Vereinbart ist, dass nur ein ESM-Mitglied Stabilitätshilfen erhalten kann, das den Fiskalvertrag ratifiziert hat.** Diese Verbindung zwischen den verbindlichen nationalen Fiskalregeln und der Begünstigung durch den ESM ist inhaltlich angemessen und begrüßenswert.

Beteiligung des Privatsektors bei insolventen Staaten: **Dieses für überschuldete Staaten zwingende Lösungselement wird im ESM-Vertrag entschieden zu gering gewichtet.** In den Erwägungsgründen des Vertrags (Nr. 12) heißt es, dass diese Beteiligung nur „in Ausnahmefällen“ in Betracht zu ziehen sei. Liegt ein Ersuchen auf Stabilitätshilfe vor, dann wird die Europäische Kommission „im Benehmen mit der EZB“ zwar damit beauftragt zu bewerten, ob die Staatsverschuldung tragfähig ist (Art. 13). Eine fehlende Tragfähigkeit der Staatsverschuldung wird aber nirgends als Ausschlussgrund für Stabilitätshilfen oder als zwingender Anlass für eine Privatsektorbeteiligung benannt. Positiv ist allerdings anzumerken, dass in den Erwägungsgründen (Nr. 11) auf die standardisierten Collective Action Clauses Bezug genommen wird, mit denen neue Staatsanleihen auszustatten sind (siehe Abschnitt 5 unten). Solche Klauseln dienen der Durchführung einer Privatsektorbeteiligung, so dass hier ein indirekter Hinweis vorliegt, dass diese Lösung auch in Zukunft eine wichtige Rolle spielen soll.

Diese unklaren und viel zu zurückhaltend formulierten Implikationen einer Überschuldung stellen die größte Schwäche des ESM-Vertrags dar. Aus dieser Unzulänglichkeit ergeben sich folgende Gefahren:

- Werden Finanzhilfen für insolvente Staaten gewährt, ohne dass eine Privatsektorbeteiligung die Überschuldung beseitigt, sind diese Finanzhilfen unweigerlich zu einem Teil als Transfer zu klassifizieren. Alle Vorkehrungen zur bevorrechtigten Position der ESM-Forderungen schützen dann am Ende die staatlichen Geldgeber nicht vor Verlusten. Dies gilt umso mehr, als in der Preisgestaltung der Stabilitätshilfen (Art. 20) nur auf die Deckung von Finanzierungs- und Betriebskosten, nicht aber auf Risikovorsorge abgestellt wird.

- In der Nachhaltigkeitsprüfung zum Gesetzentwurf ESM-Finanzierungsgesetz wird ausgeführt, dass Zahlungen das staatliche Nettovermögen unverändert lassen, sofern es sich nicht um den Ausgleich eines Schuldenerlasses handelt. Diese Prüfung ist ökonomisch unvollständig ausgefallen: **Alle Zahlungen an ein überschuldetes Land ohne absehbare Privatsektorbeteiligung wären risikoadäquat unmittelbar (im Ausmaß des Überschuldungsgrads) abzuschreiben** und würden in dieser Höhe unmittelbar das echte ökonomische Nettovermögen vermindern (unabhängig von der formalen finanztechnischen Behandlung).
- Die fehlende konkrete Perspektive zur Privatsektorbeteiligung schwächt auch die Glaubwürdigkeit von Auflagen im Rahmen der ESM-Kreditgewährung. Denn wenn keine konkrete Alternative zum Durchfinanzieren eines überschuldeten Staates entwickelt wird, besteht von Seiten der Kreditgeber nur ein geringes Drohpotenzial.

Die Zurückhaltung in Sachen Privatsektorbeteiligung ist aus der Angst vor unkontrollierbaren Folgen einer Umschuldung erklärbar. Die Erfahrungen mit der Griechenland-Umschuldung sollten hier aber ermutigen: Eine sorgfältig vorbereitete Beteiligung des Privatsektors kann einen ganz wesentlichen Entschuldungsbeitrag leisten, ohne dass er zwingend zu starken Marktturbulenzen führt. Umgekehrt hat das zu lange Verzögern der Griechenlandumschuldung im Zeitraum 2010/11 vermutlich stark zur Volatilität der Märkte beigetragen.

Wünschenswert wäre es, im Rahmen der ESM-Fortentwicklung ein geordnetes Restrukturierungsverfahren für hoch verschuldete Euro-Staaten zu entwickeln (etwa entsprechend dem Modell des Sachverständigenrats, 2010, Ziffer 161).

In der Ausübung seiner Kontrollgewalt über ESM-Finanzhilfen ist dem Bundestag bis dahin dringend zu empfehlen, bei drohender Überschuldung von Kreditnehmern auf einer frühzeitigen Privatsektorbeteiligung als Bedingung für seine Zustimmung zu bestehen. Andernfalls werden aus den ESM-Garantieverpflichtungen unausweichlich hohe echte Belastungen des Bundeshaushalts und der deutschen Steuerzahler.

6 Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes

Mit dem Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes werden die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass auch der Bund seine Anleihen mit Laufzeiten von über zwölf Monaten in Zukunft mit Collective Action Clauses (CAC) ausstattet. CACs dienen der zügigen Umschuldung souveräner Staaten, indem sie bereits im Anleihevertrag Mechanismen zur Nachverhandlung der Rückzahlungsbedingungen festschreiben. So sollen die bei (unstrukturierten) Umschuldungen anfallenden Transaktionskosten gemindert werden. Solche Kosten können etwa dadurch entstehen, dass eine kleine Minderheit der Gläubiger die Umschuldung durch rechtliche Schritte verzögert („Hold-out“) und somit die Schuldsituation des betroffenen Landes weiter verschärft. Insbesondere ermöglichen CACs bei drohendem Zahlungsausfall, das Koordinationsproblem bei in Anleiheform aufgenommenen Schulden zu lösen, indem sich die Vielzahl der Gläubiger im Rahmen einer Gläubigerversammlung organisiert und die für die Umschuldung notwendigen Beschlüsse mehrheitlich fasst. Die Umschuldung über CACs stellt daher eine marktnahe und dezentralisierte Möglichkeit zur Umstrukturierung der Staatsschulden dar.

Der Gesetzentwurf ist in seinem grundsätzlichen Anliegen und in seinen Details überzeugend. Grundsätzlich ist es wichtig, Vorsorge dafür zu treffen, dass es über Griechenland hinaus zu Privatsektorbeteiligungen bei der Lösung der europäischen Schuldenkrise kommen kann. Wie oben zum ESM dargelegt, müssen Umschuldungen als Option weiterhin verfügbar sein und für überschuldete Staaten möglichst frühzeitig zum Einsatz kommen. CACs dienen der Vorbereitung geordneter Abläufe im Fall von Umschuldungen. Die Etablierung der CACs dient darüber hinaus als Signal dafür, dass auch Staatsanleihen prinzipiell ausfallgefährdet sein können. Das unterstützt die Wirksamkeit der Marktdisziplin und steht im Einklang mit der Maastrichter Währungsordnung, insbesondere auch Art. 123 AEUV, der Kapitalmarktprivilegien staatlicher Schuldner ausschließen soll.

Auch die Detailanalyse des Gesetzentwurfs führt zu einem zufriedenstellenden Ergebnis:

- Ein häufiger Kritikpunkt in Bezug auf CACs ist die Tatsache, dass historisch viele dieser Regelungen nur für einzelne Anleihen gelten, weshalb oft für die Einführung eines umfassenderen Schuldenrestrukturierungsmechanismus plädiert wird (z.B. Krueger, 2002). Der Gesetzentwurf beugt diesem Argument

jedoch vor, indem er explizit auch die Möglichkeit anleiheübergreifender Änderungen der Rückzahlungsbedingungen vorsieht.

- Im vorliegenden Gesetzentwurf beträgt die notwendige qualifizierte Mehrheit 75 Prozent des in der Gläubigerversammlung vertretenen Nennwerts, wobei die Gläubigerversammlung erst beschlussfähig ist, wenn mindestens 2/3 des gesamten zur Verhandlung stehenden Nennwerts vertreten ist. Somit müssen insgesamt mindestens 50 Prozent aller stimmberechtigten Gläubiger (gemessen am Nennwert) einer Änderung der Rückzahlungsbedingungen zustimmen. Diese Werte entsprechen den weltweit bereits in vielen Anleiheverträgen festgelegten Mehrheitsdefinitionen.

Wissenschaftliche Befunde weisen darauf hin, dass **mit der Einführung von CACs keine höheren Finanzierungskosten für die Bundesrepublik Deutschland zu erwarten sind**. So vergleichen Eichengreen und Mody (2004) die Kreditkosten bei der Erstaussgabe von Staatsanleihen mit und ohne CACs und kommen zu dem Ergebnis, dass kreditwürdige Schuldnerstaaten von der Möglichkeit einer strukturierten Umschuldung profitieren und deren Kreditkosten daher sinken. Lediglich gefährdetere Staaten können nicht mit niedrigeren Kreditkosten rechnen, da ein eventuelles moralisches Risiko auf Seiten der Schuldnerstaaten aufgrund von umschuldungsfreundlichen Mechanismen und eine somit höhere Ausfallwahrscheinlichkeit die Vorteile der strukturierten Umschuldung aufwiegen könnten.

Zitierte Literatur

- Bohn, H. and R. Inman (1996). Balanced Budget Rules and Public Deficits: Evidence from the U.S. States, NBER Working Paper Series No. 5533.
- Eichengreen, B. and A. Mody (2004). Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? *The Economic Journal*, 114 (April), 247–264.
- Europäische Kommission (2006). *European Economy 2006 - Public Finances in EMU 2006*, European Commission: Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- Feld, L.P. and G. Kirchgässner (2008). On the Effectiveness of Debt Brakes: The Swiss Experience, in: R. Neck und J.-E. Sturm (Hrsg.), *Sustainability of Public Debt*. MIT Press, Cambridge/London, 223 - 255.

- Heinemann, F., A. Kalb, and S. Osterloh (2011). Sovereign Risk Premia: The Link between Fiscal Rules and Stability Culture, Paper Prepared for the Workshop “Public Finances in Times of Severe Economic Stress: The Role of Institutions”, European Commission, DG ECFIN.
- Krueger, A. O. (2002). A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, International Monetary Fund.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2010). „Chancen für einen stabilen Aufschwung“, Jahresgutachten 2010/11.