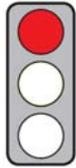


## KERNPUNKTE

**Ziel des Grünbuchs:** Die Kommission präsentiert ihre Überlegungen zur Ausgestaltung von Eurobonds.

**Betroffene:** Alle.



**Pro:** –

**Contra:** (1) Eurobonds setzen die Disziplinierungsfunktion des Marktes außer Kraft und verringern so die Haushaltsdisziplin und Reformbereitschaft der Mitgliedstaaten. Die von der Kommission vorgeschlagenen politischen Verfahren können dies nicht kompensieren.

(2) Eurobonds nach Option 1 verletzen die durch die Ewigkeitsgarantie des Grundgesetzes geschützte Budgetverantwortung des Bundestages.

## INHALT

### Titel

**Grünbuch KOM(2011) 818** vom 23. November 2011: Grünbuch über die Durchführbarkeit der **Einführung von Stabilitätsanleihen**

### Kurzdarstellung

#### ► Hintergrund

- Die sinkende Kreditwürdigkeit einiger Mitgliedstaaten und die damit einhergehenden steigenden Zinsen haben eine Schuldenkrise ausgelöst, von der immer mehr Mitgliedstaaten erfasst werden. Einige Politiker und Wissenschaftler fordern zur Lösung der Schuldenkrise die Einführung von Eurobonds.
  - „Eurobonds“, die Kommission spricht von „Stabilitätsanleihen“, sind von den Mitgliedstaaten des Euro-raums durch eine gemeinsame Schuldenagentur emittierte Staatsanleihen. Die Schuldenagentur verteilt die eingenommenen Gelder anschließend an die Mitgliedstaaten.
  - Die Kommission stellt zur Diskussion
    - Voraussetzungen für die Einführung von Eurobonds,
    - Vorteile, die durch Eurobonds erreicht werden können,
    - drei Optionen, wie Eurobonds gestaltet werden können. Die Optionen unterscheiden sich darin, dass sie
      - entweder einen teilweisen oder vollständigen Ersatz der nationalen Anleihen durch Eurobonds vorsehen sowie
      - entweder eine teilschuldnerische oder gesamtschuldnerische Garantie vorsehen.
- Bei einer teilschuldnerischen Garantie haftet jeder Mitgliedstaat nur für seinen Anteil an der Emission von Eurobonds. Der Anteil eines Mitgliedstaats entspricht entweder dem Beitragsschlüssel zum EU-Haushalt oder dem Kapitalzeichnungsschlüssel der Europäischen Zentralbank (EZB). Bei einer gesamtschuldnerischen Garantie haftet jeder Mitgliedstaat für seinen Anteil und den Anteil jedes anderen Mitgliedstaats, der seine Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt. In diesem Fall erhält der haftende gegen den säumigen Mitgliedstaat einen Ausgleichsanspruch.

#### ► Voraussetzungen für die Einführung von Eurobonds

- „Moralischem Fehlverhalten“ („Moral Hazard“) der Mitgliedstaaten, insbesondere in Form mangelhafter Haushaltsdisziplin, ist zu begegnen.
  - „Moral Hazard“ entsteht, da Eurobonds die Anreize zur Haushaltsdisziplin reduzieren. Mitgliedstaaten können sich auf Kosten der Haushaltsdisziplin anderer Mitgliedstaaten verschulden, ohne dass sich dies auf ihre Finanzierungskosten auswirkt. Die Disziplinierungsfunktion des Marktes wird eingeschränkt.
  - Um die geringeren Anreize zur Haushaltsdisziplin auszugleichen, schlägt die Kommission vor,
    - die Überwachung der Haushaltsdisziplin zu stärken, indem in den nationalen Haushalten Reserven eingeplant und „teure Maßnahmen“ nur bei planmäßigem Haushaltsvollzug durchgeführt werden,
    - makroökonomische Ungleichgewichte, wie den Verlust der nationalen Wettbewerbsfähigkeit in einigen Mitgliedstaaten, stärker zu überwachen und ggf. zu korrigieren, da solche Ungleichgewichte negative Wirkungen auf die nationalen Haushalte haben können (vgl. [cepStudie](#)),
    - ein „System“ einzurichten, das sicherstellt, dass die Mitgliedstaaten ihren Schuldendienstverpflichtungen nachkommen. Hierfür soll „eine Institution“ „weitreichende Eingriffsermächtigungen“ erhalten, einschließlich der Möglichkeit, Mitgliedstaaten unter eine „Insolvenzverwaltung“ zu stellen (S. 28),
    - Ausgleichszahlungen zwischen Staaten mit hoher und niedriger Kreditwürdigkeit vorzunehmen und
    - die Emission von Eurobonds nur zu dann erlauben, wenn die Mitgliedstaaten die makroökonomischen und fiskalischen Regeln, insbesondere die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts, erfüllen.
- Eine stärkere fiskalische und makroökonomische Überwachung zur Vermeidung von Moral Hazard setzt Änderungen der EU-Verträge und ergänzende sekundärrechtliche Vorschriften sowie Änderungen des nationalen Rechts in vielen Mitgliedstaaten voraus.

- Eurobonds müssen eine hohe Bonität besitzen, da anderenfalls
    - die Gefahr besteht, dass Investoren Eurobonds nur in geringem Ausmaß erwerben und
    - Mitgliedstaaten mit hoher Kreditwürdigkeit Eurobonds ablehnen, weil die Finanzierungskosten steigen.
  - Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie verstoßen gegen das Bail-out-Verbot (Art. 125 AEUV), so dass für sie die EU-Verträge geändert werden müssen.
- **Vorteile von Eurobonds**
- Eurobonds dämmen die Schuldenkrise ein, da „Hochzins-Mitgliedstaaten“ von der Kreditwürdigkeit der „Niedrigzins-Mitgliedstaaten“ profitieren.
    - Hochzins-Mitgliedstaaten sind Mitgliedstaaten mit einer geringen Kreditwürdigkeit, wie Griechenland.
    - Niedrigzins-Mitgliedstaaten sind Mitgliedstaaten mit einer hohen Kreditwürdigkeit, wie Deutschland.
  - Eurobonds stabilisieren das europäische Bankensystem. Denn die oft erheblichen Bestände nationaler Staatsanleihen des inländischen Bankensystems führen dazu, dass die Kreditwürdigkeit der inländischen Banken abnimmt, wenn sich die Kreditwürdigkeit des Mitgliedstaats verringert. In der Folge erschwert sich die Refinanzierung der Banken. Dieser Zusammenhang wird durch Eurobonds aufgebrochen.
  - Eurobonds erhöhen die Liquidität des Marktes für Staatsanleihen.
    - Ein Markt ist liquide, wenn kurzfristig eine größere Menge von Staatsanleihen verkauft werden kann, ohne dass dadurch der Marktpreis beeinflusst wird. Die Liquidität eines Marktes nimmt folglich mit der Marktgröße und steigenden Käufen und Verkäufen zu.
    - Bei wenig liquiden Märkten führt der Verkauf großer Mengen von Staatsanleihen zu einem sinkenden Preis. Daher verlangen Investoren als Ausgleich eine Liquiditätsprämie in Form eines Zinsaufschlages. Eine steigende Liquidität führt also zu einer sinkenden Liquiditätsprämie. Durch Eurobonds sinkt die Liquiditätsprämie für Deutschland um 0,07 Prozentpunkte, für die Eurostaaten durchschnittlich um 0,17.
  - Eurobonds verbessern die Wirksamkeit der geldpolitischen Entscheidungen der EZB. Für die Staatsanleihen einiger Mitgliedstaaten war der Markt nicht mehr liquide. Liquide Märkte sind jedoch eine Voraussetzung dafür, dass die geldpolitischen Entscheidungen, wie eine Senkung des Leitzinses, zu Unternehmen und Haushalten durchdringen.
- **Option 1: Vollständiger Ersatz nationaler Staatsanleihen durch Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie**
- Die Staatsfinanzierung erfolgt vollständig durch Eurobonds. Es gibt keine nationalen Staatsanleihen.
  - Diese Option birgt „die größte Gefahr eines Moral Hazard“ (S. 15).
  - Die Vorteile von Eurobonds können „besonders effektiv“ realisiert werden (S. 15).
  - Die Finanzierungskosten für Deutschland steigen zwischen 0,5 und 2 Prozentpunkten (S. 7).
  - Die Einführung von Option 1 nimmt aufgrund der erforderlichen Änderungen der EU-Verträge „erhebliche Zeit“ (S. 16) in Anspruch.
- **Option 2: Teilweiser Ersatz nationaler Staatsanleihen durch Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie („Blue-Red-Ansatz“)**
- „Blue Bonds“ sind Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie.
  - „Red Bonds“ sind nationale Staatsanleihen, die bei zusätzlichem Finanzierungsbedarf emittiert und gegenüber Blue Bonds nachrangig bedient werden.
    - Sie werden von der EZB nicht zur Refinanzierung zugelassen, da ihre Kreditwürdigkeit zu niedrig ist.
  - Es wird eine Obergrenze für Blue Bonds festgelegt, z. B. 60% des BIP des einzelnen Mitgliedstaates.
  - Bei Nichteinhaltung der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts wird die Obergrenze gesenkt.
  - Moral Hazard tritt nur in der Einführungsphase auf, da Mitgliedstaaten mit niedriger Kreditwürdigkeit bis zum Erreichen der Obergrenze von der höheren Kreditwürdigkeit anderer Mitgliedstaaten profitieren können. Ist die Obergrenze erreicht, kann ein Mitgliedstaat nur noch Red Bonds emittieren, deren Verzinsung vom nationalen Ausfallrisiko abhängt.
  - Eine einmal gewählte Obergrenze muss beibehalten werden und darf nicht auf politischen Druck hin angepasst werden. Anderenfalls wird die disziplinierende Wirkung der Red Bonds nicht erreicht.
  - Das Ausmaß der Vorteile von Eurobonds hängt von der gewählten Obergrenze ab: Je höher die Obergrenze, desto größer die Vorteile. Die Schuldenkrise wird in der Einführungsphase eingedämmt, in der Mitgliedstaaten nur Blue Bonds emittieren. Danach ist ein Zahlungsausfall möglich.
  - Die Zinsen für Blue Bonds sind gering und vergleichbar mit den Zinsen jetziger AAA-Staatsanleihen. Die Zinsen für Red Bonds sind für die Mitgliedstaaten unterschiedlich. Sie orientieren sich an länderspezifischen Liquiditäts- und Kreditmerkmalen.
  - Die Einführung von Option 2 nimmt aufgrund der erforderlichen Änderungen der EU-Verträge „erhebliche Zeit“ (S. 20) in Anspruch. Die Regeln zur fiskalischen und makroökonomischen Überwachung bedürfen geringerer Änderungen als bei Option 1, da die Disziplinierungsfunktion des Marktes erhalten bleibt.
- **Option 3: Teilweiser Ersatz nationaler Staatsanleihen durch Eurobonds mit teilschuldnerischer Garantie**
- Eurobonds können wie bei Option 2 bis zu einer festgelegten Obergrenze emittiert werden. Der darüber hinausgehende Finanzierungsbedarf ist durch nationale Staatsanleihen zu decken.
  - Der einzelne Mitgliedstaat haftet nur für seinen Anteil, der dem Beitragsschlüssel für den EU-Haushalt oder dem Zeichnungskapital der EZB entspricht.

- Moral Hazard ist aufgrund der teilschuldnerischen Garantie gering. Zudem bleibt aufgrund der nationalen Emission die Disziplinierungsfunktion des Marktes erhalten.
- Die Vorteile von Eurobonds werden in einem geringeren Umfang als bei den Optionen 1 und 2 realisiert. Die Schuldenkrise kann kaum eingedämmt werden.
- Eurobonds mit teilschuldnerischer Garantie weisen bestenfalls eine durchschnittliche Bonität auf. Daher schlägt die Kommission „Bonitätsverbesserungen“ vor, insbesondere die Besicherung mittels Gold, Devisen oder Anteilen an Kapitalgesellschaften; auch sollen die Mitgliedstaaten bestimmte Steuereinnahmen für die Bedienung von Eurobonds reservieren müssen.
  - Die Bonitätsverbesserungen führen dazu, dass die Zinsen für Eurobonds sinken und für nationale Anleihen steigen. Die Zinszahlungen für die gesamten Schulden eines Mitgliedstaats ändern sich nicht.
- Die Einführung von Option 3 kann schnell erfolgen, da keine Vertragsänderungen notwendig sind.

## Politischer Kontext

In der EntschlieÙung vom 6. Juli 2011 zur Finanz-, Wirtschafts- und Sozialkrise hat das Europäische Parlament die Kommission aufgefordert, die Einführung von Eurobonds zu prüfen und die Bedingungen zu ermitteln, unter denen sie für alle beteiligten Mitgliedstaaten nützlich sein könnten.

## Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion: GD Wirtschaft und Finanzen

# BEWERTUNG

## Ökonomische Folgenabschätzung

### Ordnungspolitische Beurteilung

Eurobonds lösen unstrittig **Moral-Hazard-Probleme** aus. Diese **können** jedoch, entgegen der Hoffnung der Kommission, **nicht durch politische Verfahren verhindert werden. Die Disziplinierungsfunktion des Marktes ist unverzichtbar. Denn bei politischen Verfahren**, wie der vorgeschlagenen verstärkten Überwachung der Haushaltsdisziplin und makroökonomischer Ungleichgewichte, **lassen sich Sanktionen durch Ausnahmen oder politische Tauschgeschäfte umgehen oder zumindest verzögern.** Die Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt haben dies deutlich gezeigt.

Zudem kann ein Mitgliedstaat, der von Sanktionen bedroht ist, seinerseits damit drohen, die Zins- oder Tilgungszahlungen für Eurobonds einzustellen. Zwar sollen Eingriffsermächtigungen in die nationalen Haushalte solche Drohungen verhindern. Es ist jedoch zweifelhaft, ob die ermächtigte Institution tatsächlich bereit und in der Lage ist, dieses Recht ohne Rücksicht auf innenpolitische Auswirkungen durchzusetzen.

**Bonitätsgerechte Ausgleichszahlungen** zwischen Mitgliedstaaten mit einer geringen und solchen mit einer hohen Bonität **werden sich nicht durchsetzen lassen.** Wenn ein Mitgliedstaat ausreichend hoch verschuldet und die Drohung, den Schuldendienst für Eurobonds einzustellen, mithin ausreichend glaubwürdig ist, werden die Ausgleichszahlungen umgehend ausgesetzt. Geht man zudem davon aus, dass die Investoren das Ausfallrisiko richtig einschätzen, müssten Ausgleichszahlungen den gegenwärtigen Zinsdifferenzen entsprechen. Hochzins-Mitgliedstaaten ist damit nicht geholfen. Daher werden bereits bei der Einführung von Eurobonds zu geringe Ausgleichszahlungen vereinbart. **Aussetzung und zu geringe Bemessung von Ausgleichszahlungen bedeuten die Einführung einer Transferunion durch die Hintertür.**

**Da der Druck des Marktes nachlässt und Moral Hazard nicht vermieden werden kann, wird die Reformbereitschaft in vielen Mitgliedstaaten erlahmen.** Bereits bei der Einführung des Euros haben die südlichen Mitgliedstaaten ein Jahrzehnt von niedrigen Zinsen profitiert. Der dadurch entstandene fiskalische Spielraum wurde jedoch nicht für den Schuldenabbau verwendet. Vielmehr haben die niedrigen Zinsen dazu geführt, dass Verschuldung billiger geworden ist. Der ökonomischen Ratio folgend, haben sich die Staaten stärker verschuldet. Auch im Fall von Eurobonds ist zu erwarten, dass Zinsgewinne konsumiert und notwendige Reformen nicht angegangen werden. **Gerade in Krisenzeiten können Regierungen realwirtschaftliche und fiskalische Reformen durchsetzen, die in normalen Zeiten kaum möglich sind. Bereits die Diskussion über Eurobonds erschwert die Durchsetzung solcher Reformen und mithin eine Lösung der Schuldenkrise.**

Viele Mitgliedstaaten müssen nun Reformen nachholen, die sie vor und nach der Einführung des Euros versäumt haben. Diesen Reformdruck durch Eurobonds zu senken, bedeutet, dass der Euroraum weiterhin an makroökonomischen Ungleichgewichten und mangelnder Haushaltsdisziplin leiden wird. Die von der Kommission erwartete Eindämmung der Krise wird bestenfalls kurzfristig erreicht. Langfristig nehmen die Schwierigkeiten zu. Die Stabilisierung des Bankensystems kann effizienter erreicht werden, wenn Banken Anreize gesetzt werden, stärker zu diversifizieren. Hierzu ist es zum einen notwendig, dass für Staatsanleihen risikoadäquates Eigenkapital zu hinterlegen ist. Zum anderen muss die Too-big-to-fail-Problematik gelöst werden.

Die positiven Effekte einer steigenden Liquidität stehen in keinem Verhältnis zu den steigenden Zinskosten und den Gefahren durch Moral Hazard.

Die von der Kommission präsentierten Optionen sind wie folgt zu bewerten:

Die vollständige Staatsschuldfinanzierung über Eurobonds (Option 1) maximiert das Moral-Hazard-Problem. Einzelne Mitgliedstaaten können sich auf ein Bail-out durch andere Mitgliedstaaten verlassen. Haushaltskonsolidierung und realwirtschaftliche Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit bleiben aus. Die

Zinssteigerungen für Deutschland ziehen zwei negative Effekte nach sich: Zum einen verteuern sich private Kredite und Darlehen, da die Zinsen für risikolose, deutsche Staatsanleihen eine Zinsuntergrenze sind. Wird diese Untergrenze angehoben, steigen auch alle anderen Zinsen. Dadurch werden Investitionen gehemmt. Zur Finanzierung der höheren Zinsen müssen zum anderen Steuern steigen oder Ausgaben gekürzt werden.

**Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie (Option 2) bergen massive Moral-Hazard-Probleme. Die Hoffnung der Kommission, dass sich Obergrenzen für Eurobonds unverbrüchlich festlegen ließen, ist naiv. Die Angst vor Staatsinsolvenzen, die heute den politischen Druck zur Einführung von Eurobonds erzeugt, wird morgen den politischen Druck zur Anhebung der Obergrenzen erzeugen.** Auch der Kommissionsvorschlag, die Obergrenze bei Verletzung des Stabilitätspakts zu senken, wird politisch nicht durchsetzbar sein, da sich damit die fiskalischen Probleme dieses Mitgliedstaates nochmals erhöhen.

Da folglich Moral Hazard nicht verhindert werden kann, ist nicht zu erwarten, dass die Mitgliedstaaten die mit der Einführung von Blue Bonds einhergehenden Einsparungen voll für den Schuldenabbau nutzen.

Eurobonds mit teilschuldnerischer Garantie (Option 3) erbringen den gewollten Zinsentlastungseffekt nicht. Dafür wären Bonitätsverbesserungen notwendig, die von Mitgliedstaaten mit geringer Kreditwürdigkeit nicht aufzubringen sind. Vielmehr ist zu erwarten, dass Mitgliedsstaaten, die ohnehin eine hohe Kreditwürdigkeit haben, Bonitätsverbesserungen einbringen müssen, um die geringe Kreditwürdigkeit anderer Mitgliedstaaten auszugleichen. Option 3 unterscheidet sich dann nicht mehr wesentlich von Option 2.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die EU-Verträge enthalten keine ausdrückliche Kompetenzgrundlage für die Einführung von Eurobonds. Deshalb kommt nur die sog. „Flexibilitätsklausel“ (Art. 352 AEUV) in Betracht. Danach ist ein Tätigwerden der EU möglich, wenn dies erforderlich ist, um die Ziele der EU-Verträge zu verwirklichen. Allerdings können Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie auch nicht auf die Flexibilitätsklausel gestützt werden, da sie dem Bail-out-Verbot (Art. 125 AEUV) widersprechen. Denn die Mitgliedstaaten haften bei der gesamtschuldnerischen Garantie auch für die Anteile der anderen Mitgliedstaaten. Für Eurobonds mit teilschuldnerischer Garantie kann Art. 352 AEUV als Kompetenzgrundlage dienen, da jeder Mitgliedstaat nur für seinen Anteil haftet und daher kein Verstoß gegen das Bail-out-Verbot vorliegt.

### Vereinbarkeit mit EU-Recht

**Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie verstoßen gegen das Bail-out-Verbot (Art. 125 AEUV), wie auch die Kommission einräumt (S. 13). Zur Einführung von Option 1 oder 2 ist daher eine Vertragsänderung zwingend erforderlich.** Dagegen ist Option 3 aufgrund der teilschuldnerischen Garantie mit dem Bail-out-Verbot vereinbar.

### Vereinbarkeit mit deutschem Recht

**Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Garantie nach Option 1 sind nicht mit dem deutschen Grundgesetz vereinbar**, was offenbar auch die Kommission so sieht (S. 13 f., Fn. 14): Die Grundentscheidungen über Einnahmen und Ausgaben sind grundlegender Teil der demokratischen Selbstgestaltungsfähigkeit im Verfassungsstaat (vgl. BVerfG „Lissabon“, Rs. 2 BvE 2/08 u. a., Tz. 252, BVerfG „Euro-Rettung“, Rs. 2 BvR 987/10 u. a., Tz. 122). Der Bundestag darf „seine Budgetverantwortung nicht durch unbestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen“ abgeben (BVerfG „Euro-Rettung“, Rs. 2 BvR 987/10 u. a., Tz. 125). Unzulässig ist die Begründung dauerhafter Mechanismen, die auf eine Haftungsübernahme für Willensentscheidungen anderer Staaten hinauslaufen, vor allem wenn sie mit schwer kalkulierbaren Folgewirkungen verbunden sind (vgl. BVerfG „Euro-Rettung“, Rs. 2 BvR 987/10 u. a., Tz. 128). Deutschland darf sich keinem nicht mehr steuerbaren Automatismus einer Haftungsgemeinschaft unterwerfen (vgl. BVerfG „Euro-Rettung“, Rs. 2 BvR 987/10 u. a., Tz. 137).

Option 1 dient der laufenden Finanzierung ohne mengenmäßige oder zeitliche Begrenzung. Sie stellt damit einen dauerhaften Mechanismus dar, bei dem die Haftung von den Zahlungsausfällen und den haushaltspolitischen Entscheidungen der anderen Mitgliedstaaten abhängt. **Die Haftungsfolgen von Option 1 sind aufgrund der ungewissen Anzahl und des Umfangs der Zahlungsausfälle weder steuerbar noch absehbar. Der Bundestag verliert seinen Einfluss auf die Budgetverantwortung.** Die Budgetverantwortung ist Teil des Demokratieprinzips, das durch die Ewigkeitsgarantie (Art. 79 Abs. 3 GG) vor Änderungen geschützt wird. **Eurobonds nach Option 1 können daher nicht durch eine Grundgesetzänderung verfassungsfest gemacht werden, sondern allenfalls durch eine neue Verfassung (Art. 146 GG).**

**Bei Option 2 bestehen Bedenken bezüglich einer Vereinbarkeit mit dem Grundgesetz.** Die Folgen der Haftung sind aufgrund der Obergrenze zwar kalkulierbarer. Jedoch wird auch hier ein dauerhafter Mechanismus begründet, der auf eine Haftungsübernahme für Willensentscheidungen anderer Staaten hinausläuft.

Bei Eurobonds nach Option 3 bleibt die Budgetverantwortung beim Bundestag. Aufgrund der teilschuldnerischen Garantie sind die Haftungsfolgen erkennbar und es liegt kein Verstoß gegen das Grundgesetz vor.

## Zusammenfassung der Bewertung

Moral-Hazard-Probleme können nicht durch politische Verfahren verhindert werden. Die Disziplinierungsfunktion des Marktes ist unverzichtbar. Eurobonds nach Option 1 verletzen die durch die Ewigkeitsgarantie des Grundgesetzes geschützte Budgetverantwortung des Bundestages. Bei Option 2 bestehen Bedenken bezüglich einer Vereinbarkeit mit dem Grundgesetz.