

Dirk Meyer

## Eurobonds: politisch erwünscht, ökonomisch sinnvoll, juristisch machbar?

Eurobonds sind seit langem als Instrument zur Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise in der Diskussion. Allerdings können sie in Hinblick auf Haftungsausdehnung, Umfang, Besicherung, Konditionierung und institutionell-rechtliche Formen sehr unterschiedlich ausgestaltet werden. Der Autor spricht sich aus ordnungspolitischen Gründen gegen Eurobonds aus und plädiert für die Einhaltung des marktwirtschaftlichen Haftungsprinzips auf nationaler Basis.

Die Europäische Kommission wie auch der Internationale Währungsfonds (IWF) haben in jüngster Zeit Eurobonds zur Lösung der Staatsschuldenkrise im Euroraum vorgeschlagen.<sup>1</sup> Im Grünbuch der Europäischen Kommission (2011) zu „Stabilitätsanleihen“ wie auch in dem Vorstoß „Auf dem Weg zu einer echten Wirtschafts- und Währungsunion“ (2012/2013) wird für Eurobonds geworben. So „könnte die Bündelung einiger kurzfristiger staatlicher Finanzierungsinstrumente (z.B. Staatsanleihen) – in begrenztem Umfang und unter bestimmten Konditionen – weiter geprüft werden.“<sup>2</sup> In Abgrenzung zu den gemeinschaftlichen Garantien des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) im Krisenmodus soll die Fiskalkapazität im Regelfall sowohl für länderspezifische Schocks wie auch zur Unterstützung von Strukturreformen eingesetzt werden.

### Die Ausgestaltung von Eurobonds

Vor der Errichtung der Europäischen Währungsunion (EWU) bezeichneten Eurobonds Anleihen mittlerer und längerer Laufzeit, die von einem Land in Fremd-

währung emittiert und auf dem internationalen Kapitalmarkt gehandelt wurden. Sie haben mit dem heutigen Begriff, der unterschiedliche Formen der Fremdhafung für Staatsanleihen bei Zahlungsausfall des emittierenden Staates durch Mitglieder der Eurozone charakterisiert, nichts gemein. Die Kombination verschiedener Kriterienausprägungen zeigt die Spannbreite möglicher Gestaltungsmöglichkeiten:<sup>3</sup>

- teil- versus gesamtschuldnerische Haftung,
- vollständiger oder nur teilweiser Ersatz nationaler Anleihen durch Eurobonds,
- Vorrangstellung der Eurobonds bei der Bedienung sowie spezielle Formen der Besicherung,
- Konditionierung der Ausgabe von Eurobonds mit fiskalischen Auflagen bzw. Strukturreformen,
- Kreis der teilnehmenden Mitgliedstaaten (Euro-Mitglieder/EU-Mitglieder),
- institutionell-rechtliche Formen der Begebung.

Bei einer gesamtschuldnerischen Haftung ist jedes teilnehmende Mitglied bei einem Forderungsausfall maximal in Höhe der Gesamtschuld des „Haftungsvereins“ betroffen. Hingegen begrenzt die teilschuldnerische Haftung die Sicherheitsleistung dritter Staaten auf einen festgelegten Anteil an der Gesamtschuld, beispielsweise auf seinen Kapitalanteil an der Europäischen Zentralbank (EZB) oder seinen eigenen Anteil an der Gesamtschuld. Des Weiteren kann die gesamte Staatsschuld in Form von Eurobonds begeben werden. Alternativ ist ein nur teilweiser Ersatz

1 Europäische Kommission: Grünbuch über die Durchführbarkeit der Einführung von Stabilitätsanleihen, KOM (2011) 818 vom 23.11.2011, [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green\\_paper\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_de.pdf) (7.1.2014); Europäische Kommission: Auf dem Weg zu einer vertieften und echten Wirtschafts- und Währungsunion – Einführung eines Instruments für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit, COM (2013) 165 final vom 20.3.2013, [http://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000304554/Auf+dem+Weg+zu+einer+vertieft+en+und+echten+Wirtschafts-+und+W%C3%A4hrungsunion+-+Ein+f%C3%BChrung+eines+Instruments+f%C3%BCr+Konvergenz+und+Wettbewerbsf%C3%A4higkeit.PDF](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000304554/Auf+dem+Weg+zu+einer+vertieft+en+und+echten+Wirtschafts-+und+W%C3%A4hrungsunion+-+Ein+f%C3%BChrung+eines+Instruments+f%C3%BCr+Konvergenz+und+Wettbewerbsf%C3%A4higkeit.PDF) (6.2.2014); Europäischer Rat/ Der Präsident: Auf dem Weg zu einer echten Wirtschafts- und Währungsunion, Zwischenbericht vom 12.10.2012, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/132881.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/132881.pdf) (18.11.2013); C. Allard et al.: Toward a Fiscal Union for the Euro Area, IMF Staff Discussion Note, September 2013.

2 Europäischer Rat/ Der Präsident, a.a.O., S. 6. Die Fähigkeit der Fiskalkapazität zur Kreditnahme wird ausdrücklich hervorgehoben, wie auch ein Tilgungsfonds für Altlasten Erwähnung findet.

3 Siehe hierzu auch Europäische Kommission: Grünbuch über die ..., a.a.O., S. 14 ff.

**Prof. Dr. Dirk Meyer** lehrt Ordnungsökonomik am Institut für Volkswirtschaftslehre der Helmut-Schmidt-Universität in Hamburg.

der nationalen Anleihen bis oder ab einem Grenzwert der Verschuldung denkbar (Blue Bonds/Red Bonds). Zum besseren Schutz des Haftungskollektivs können die Anleihen durch Gold, Devisen oder eine Bindung bestimmter Staatseinnahmen für den Schuldendienst besichert werden. Auch könnte eine vorrangige Bedienung der Eurobonds gegenüber nationalen Anleihen festgeschrieben werden. Die Tilgungsfähigkeit ließe sich zudem über die Kopplung an fiskalische Auflagen oder die Verpflichtung zu Strukturreformen erhöhen. Diese Aufstellung macht deutlich, dass Eurobonds ganz unterschiedliche Anleihekonstrukte beinhalten können. So ist eine vollständige Staatsfinanzierung über Eurobonds ohne Auflagen bei gesamtschuldnerischer Haftung ebenso möglich wie eine auf 40% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) begrenzte Eurobonds-Verschuldung bei teilschuldnerischer Haftung unter Gläubigervorrang und unter besonderer Besicherung durch laufende Einnahmen einer Vermögensteuer. Zugleich lässt bereits dieses Beispiel die divergierenden Wirkungen hinsichtlich einer Umverteilung von Zinslasten sowie von Moral-Hazard-Effekten vermuten.

Sodann ist der institutionelle Rahmen der Anleiheemission unterschiedlich gestaltbar. Neben einer weiterhin nationalen Abwicklung könnte eine zentrale europäische Schuldenagentur eingerichtet werden. Diese könnte lediglich als Koordinierungs- und Verwaltungsstelle fungieren oder aber auch Steuerungsaufgaben übernehmen. Hierbei könnte sie nationale Altanleihen auf dem Sekundärmarkt aufkaufen und diese über neue Eurobonds finanzieren, die Garantien der Mitgliedstaaten bei Zahlungsausfall ausüben und über einen Liquiditätspuffer Marktchancen zur Glättung von Zinsauschlägen nutzen. Damit würde sie ähnlich den Aufgaben des Europäischen Stabilitätsmechanismus agieren, weshalb die Europäische Kommission auch die Umwandlung des ESM in eine vollwertige europäische Schuldenagentur anregt.<sup>4</sup> Schließlich wäre bei einer europäischen Anleiheemission überlegenswert, ob die bei internationalen Schuldpapieren übliche Anwendung des britischen Rechts oder des

4 Vgl. ebenda, S. 31 f. Dieser durchaus konsequente Vorschlag weist auf die ambivalente Funktion von Eurobonds sowohl als normales Haushaltsmittel als auch als Notfallfinanzierung hin.

Rechts des US-Bundesstaats New York nicht durch eine eigenständige europäische Rechtsnorm ergänzt werden sollte.

### Ordnungspolitische Rechtfertigung

Allokativ effizientes Verhalten setzt gemeinhin eine Kongruenz von Entscheidung und Haftung voraus, weshalb eine gesamtschuldnerische (Fremd-)Haftung besonders zu begründen ist. Das Prinzip Haftung setzt eine weitgehende Zurechenbarkeit und Beeinflussbarkeit des Ergebnisses voraus. In diesem Fall hätte jeder Staat die Konsequenzen einer hohen Verschuldung, eines steigenden Ausfallrisikos in Form erhöhter Zinsen bei Neuverschuldung bis hin zum Zahlungsausfall und einem versperrten Kapitalmarktzugang selbst zu tragen. Eine Rechtfertigung könnte die gemeinschaftliche Haftung jedoch für gemeinschaftliche Risiken bieten.<sup>5</sup> So ist der Euro für alle Mitgliedstaaten der Währungsunion eine Fremdwährung, weshalb das Insolvenzrisiko mangels Zugang zur Notenpresse real und gegenüber einer nationalen Währungssouveränität weniger beeinflussbar ist. Die Zinslasten steigender Risikoprämien wären hiernach zu sozialisieren. Dem entgegen steht der Verstoß gegen die vertraglichen Verschuldungsregeln. Außerdem ist der Zugang der Krisenstaaten zu Zentralbankgeld im Rahmen einer (zustimmungspflichtigen) Emergency Liquidity Assistance (ELA) sowie zu den Target-Krediten bislang weit geöffnet worden.

Ein weiteres Argument betrifft so genannte Systemrisiken. Eine destabilisierende Spekulation könnte die Risikoprämien überschießen lassen und einen kleinen Staat wie Griechenland in die Insolvenz treiben. Verschiedene Untersuchungen bestätigen dies für den Zeitraum 2009 bis 2011 nicht.<sup>6</sup> Sodann können die Währungsunion und die Möglichkeit eines Austritts oder eines Auseinanderfallens als Systemrisiko angesehen werden. Allerdings wären gerade die Krisenländer die Katalysatoren eines solchen Prozesses. Deshalb findet allenfalls eine Externalisierung dieser „Gemeinschaftskosten“ zulasten der solventen Länder statt. Schließlich wäre gemäß dieser Argumentation auch eine Sozialisierung des Zinsvorteils aus der Zinskonvergenz einer Währungsunion durch Transfers an die Niedrigzins-Mitglieder zu fordern.

5 Vgl. hierzu A. Heise: Eurobonds existieren längst und sind unverzichtbar, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 138. Bd. (2013), H. 4, S. 12 f.

6 Vgl. D. Meyer: Destabilisierende Spekulationen als Rechtfertigung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus?, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jg. (2011), H. 6, S. 391-397, und die dort genannten Studien. Anders A. Heise, a.a.O., S. 13.

## „Indirekte“ Eurobonds sind bereits Realität

Eurobonds sind im Krisenmodus der Politik der Rettungsschirme bereits unterschwellig Realität. So haften die Mitglieder für Garantien und Kredite der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und des ESM anteilig in Höhe des Beitragsschlüssels.<sup>7</sup> Eine implizite Haftung beinhalten ebenfalls die Anleihekäufe der EZB sowie die Target-Kredite.<sup>8</sup> Ein Ausfall reduziert den EZB-Gewinn, mindert das Eigenkapital und macht gegebenenfalls Kapitalzuführungen in Höhe des Beitragsschlüssels notwendig. Damit kennzeichnet diese Kreditinstrumente die anteilige Haftung für fremde Risiken und insofern weisen sie gegenüber Eurobonds ähnliche Strukturmerkmale auf.

Im Fokus der Rettungshilfen steht die Schuldentragfähigkeit der Krisenstaaten. Sie hängt von der Bedienung aus nachhaltigem, verfügbarem Einkommen bzw. der Wirtschaftsleistung eines Landes ab (Schuldenstandsgrenze von 60% des BIP). Daneben können Sicherheiten die Tragfähigkeit steigern: Gold, Immobilien, Beteiligungen, Infrastruktur oder eben fremde Sicherheiten.<sup>9</sup> Um die Finanzmärkte glaubhaft zu beruhigen und damit den Zugang der Krisenstaaten offen zu halten, müssen die Kreditmittel jedoch unbegrenzt, unkonditioniert und zu niedrigen Zinsen zugänglich sein.<sup>10</sup> Dies erklärt auch die Diskussion um eine Hebelung und eine Banklizenz für den ESM sowie die Lockerung der Programm-Konditionierung insbesondere für vorsorgende Kreditlinien. Gleiches gilt für das Outright-Monetary-Transactions-Programm (OMT-Programm) der EZB, das – volumenmäßig unbegrenzt und jeglicher parlamentarischer Kontrolle entzogen – besonders attraktiv und wirksam erscheint. Allerdings tauchen neuerdings rechtliche Zweifel an dessen Durchführbarkeit

auf.<sup>11</sup> Darüber hinaus wird das ESM-Urteil des Bundesverfassungsgerichts mit Spannung erwartet. Insgesamt wären Eurobonds bei entsprechender Ausgestaltung ein geeignetes Substitut für den ESM und die fiskalisch motivierte Geldpolitik der EZB.

Auch von daher erklärt sich die erneute Diskussion um Eurobonds. Sie erlauben den Zugang der Krisenländer zum Kapitalmarkt auch bei Versagen dieser fiskalischen und monetären Rettungsschirme, vermeiden die offene Insolvenz und dienen als Ersatz für eine fehlende gemeinsame/koordinierte Fiskalpolitik.<sup>12</sup> Sie sind ein zentraler Schritt in Richtung einer bundesstaatlichen Fiskal-/Transferunion.<sup>13</sup> Der aktuelle Vorschlag<sup>14</sup> des Europäischen Rats und des Präsidenten sowie der Europäischen Kommission für eine Fiskalkapazität der Eurozone mit eigenständiger EU-Steuerhoheit würde den Systemwechsel institutionalisieren. Angedacht sind sogenannte „Reformverträge“, die aus dem EU-Sonderhaushalt Finanzmittel für Kredite gegen Auflagen – also „indirekte“ Eurobonds – bereitstellen sollen.

## Mögliche Vorteile von Eurobonds

Bei einer öffentlichen Gesamtverschuldung der 18 Euroländer von 8,8 Billionen Euro (31.3.2013)<sup>15</sup> würden Eurobonds zu einem umfangreichen, relativ homogenen Euro-Anleihemarkt führen, der lediglich durch unterschiedliche Laufzeiten zerfiel. Dieser Marktvolumeneffekt könnte den Spread (Differenz Geld-Brief-Kurs) reduzieren.<sup>16</sup> Die Wirkungen werden allerdings als gering bis vernachlässigbar eingeschätzt. Das Argument setzt zudem eine möglichst vollständige Umstellung auf Eurobonds voraus. Analytisch ist die Größe des Marktes beziehungsweise

7 Siehe Art. 2 Abs. 3 des EFSF-Rahmenvertrags vom 7.6.2010 und Art. 8 Abs. 5 des ESM-Vertrags: Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM-Vertrag), vom 23.1.2012. Es handelt sich hierbei um „indirekte“ Eurobonds, da die Haftung gegenüber EFSF-/ESM-Kreditgebern erfolgt, sollten die Programmstaaten keine Schuldentilgung gegenüber den Rettungsfonds vornehmen. Die anteilige Haftung für Verluste setzt sich fort, sollte ein erhöhter Kapitalabruf (Art. 25 Abs. 2 ESM-Vertrag, a.a.O.) notwendig werden. Vgl. auch A. Heise, a.a.O., S. 12.

8 Vgl. hierzu auch die Stellungnahme der Deutschen Bundesbank im ESM-Verfahren zu möglichen Verlusten der EZB aus dem OMT-Programm sowie aus den Target-Krediten bei Ausscheiden eines Landes oder gar einem Zusammenbruch der Eurozone, in: Deutsche Bundesbank: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2BvR 1390/12, 2BvR 1421/12, 2BvR 1439/12, 2BvR 1824/12, 2BvR 6/12 vom 21.12.2012, S. 24 ff.

9 Vgl. M. Schütte, N. Blanchard: Erstrangige Eurobonds als Sockelfinanzierung der Euroschulden („Blue-Bonds“) – ein Lösungsvorschlag, in: ifo-Schnelldienst, 65. Jg. (2012), H. 4, S. 5.

10 Vgl. B. Lucke: Bankenrekapitalisierung als Alternative zur Rettungsschirmpolitik, in: D. Meyer (Hrsg.): Die Zukunft der Währungsunion – Chancen und Risiken des Euros, Münster 2012, S. 233 ff.

11 Die Staaten müssen formal drei Bedingungen erfüllen: volles EFSF-/ESM-Programm, Zugang zum Anleihemarkt, Störung des geldpolitischen Übertragungsmechanismus. Die ersten beiden Punkte schlossen sich jedoch grundsätzlich aus. Damit entstehen bezüglich Irland und Spanien besondere Risiken, denn nach Verlassen des Rettungsschirmes kann die EZB diesen Ländern nicht mehr helfen.

12 Vgl. auch H. Beck, D. Wentzel: Eurobonds – Wunderwaffe oder Sprengsatz für die Europäische Union, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jg. (2011), H. 10, S. 717.

13 Selbst in der Bundesrepublik sind sogenannte Deutschland-Bonds mit einer gesamtschuldnerischen Haftung des Bundes für die Bundesländer bislang nicht vorgesehen. Ebenso haben auch die AAA-Mitgliedstaaten bis heute darauf verzichtet, Eurobonds einzuführen.

14 Siehe Europäischer Rat/Der Präsident, a.a.O., S. 4-6; sowie Europäische Kommission: Auf dem Weg ..., a.a.O.

15 Eurostat: Vierteljährlicher öffentlicher Schuldenstand, 2014, [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_q\\_ggdebt&lang=de](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_q_ggdebt&lang=de) (5.2.2014).

16 Vgl. T. O. Berg, K. Carstensen, H.-W. Sinn: Was kosten Eurobonds?, in: ifo-Schnelldienst, 64. Jg. (2011), H. 17, S. 29 f.; M. Hüther: Blue-Red-Bonds: Überfordernde Fiskalintegration oder instabiles Arrangement, in: ifo-Schnelldienst, 65. Jg. (2012), H. 4, S. 10; M. Schütte, N. Blanchard, a.a.O., S. 3 f. Abweichend H. Beck, D. Wentzel, a.a.O., S. 720; Die Europäische Kommission: Grünbuch ..., a.a.O., S. 5 ff., schätzt den Zinsvorteil auf 0,07 bis 0,17 Prozentpunkte.

das Handelsvolumen von der Liquidität im Sinne der Geldnähe des Papiers zu unterscheiden. Letztere hängt von der Restlaufzeit/Fälligkeit ab. Mit der Einführung von Eurobonds entstünde eine starke Konkurrenz zum Markt für US-Staatsanleihen, die den Euro als Anlage- und Transaktionswährung befördern würde.<sup>17</sup>

Die Schaffung einer homogenen Anleihekategorie als Hauptreferenz würde die Steuerung der Geldpolitik der EZB vereinfachen und die Refinanzierung der Banken stabilisieren. Der Spekulation gegen einzelne Mitgliedstaaten wäre der Boden entzogen. Aus Sicht der Krisenländer wäre dies zwar wünschenswert, unter volkswirtschaftlichen Aspekten jedoch höchst fragwürdig.<sup>18</sup> Der realwirtschaftliche Hintergrund und die Marktinformationen über die Krisenländer würden verzerrt.

Im Fokus möglicher Vorteile steht der Risikoprämieneffekt.<sup>19</sup> Nimmt man als Referenz den mit den Staatsschulden der einzelnen Euroländer gewichteten durchschnittlichen Zinssatz der Eurozone  $i_E$ , der zunächst annahmegermäßig dem Eurobondzins  $i_{EBond}$  entsprechen soll, so bleibt die Zinslast für die Eurozone insgesamt konstant. Bei teilschuldnerischer Haftung der Mitglieder für jeden Eurobond in Höhe ihres EZB-Kapitalschlüssels und Risikoneutralität dürfte dieser Regelfall bestehen: Eurobonds entsprechen einem Portfolio anteiliger Staatsanleihen.<sup>20</sup> Erfahrungen mit der ersten Bund-Länder-Anleihe („Deutschland-Anleihe“) vom Juni 2013, die mit einer anteiligen Haftung der Emittenten ausgestattet ist, zeigen hiervon abweichende Ergebnisse und weisen insgesamt eher auf Zinsnachteile hin. So profitierten die teilnehmenden Bundesländer nicht. Der Bund hatte gegenüber einer Bundesanleihe mit sieben Jahren Restlaufzeit, die mit 1,03% notierte, sogar einen Zinsnachteil von 0,4 Prozentpunkten. Die Ursache lag in der Ausgestaltung der Haftung, denn der Bund haftete anteilig in Höhe seines Kreditvolumens

für einen möglichen Ausfall einzelner Bundesländer. Da diese als weniger solvent gelten als der Bund, präferierte ein Anleger das geringere Risiko des Bundes und fragt bei gleicher Rendite die Bundesanleihe nach.<sup>21</sup>

Damit verbunden ist in jedem Fall ein Umverteilungseffekt der Zinslasten zugunsten der Hochzinsländer, weshalb diese ein starkes Interesse an der Einführung haben. Volkswirtschaftlich gesehen wären Eurobonds nur dann die bessere Lösung, wenn gilt:  $i_E > i_{EBond}$ . Die kollektive Zinsersparnis wäre ein Vorteil für die gesamte Eurozone. Eine Attraktivität von Eurobonds bestände für alle Mitglieder allerdings nur, wenn Ausgleichszahlungen seitens der Krisenländer über den Bonitätstransfer hinaus an die solventen Länder stattfinden würden – ein unrealistisches Szenario. Eine freiwillige Beteiligung an Eurobonds lässt sich aus Sicht der solventen Länder deshalb allenfalls durch einen politischen Zusatznutzen – Erhalt der Eurozone – rechtfertigen.<sup>22</sup> Unter welchen Voraussetzungen wäre eine sinkende Risikoprämie möglich?

- Sind die Investoren risikoavers, dann spreizen sich die nationalen Zinssätze mit steigender Ausfallwahrscheinlichkeit überproportional und Eurobonds werden für den Anleger attraktiver.<sup>23</sup>
- Die Marktvolatilität von Eurobonds, verstanden als Schwankungsbreite der Zinssätze im Zeitverlauf (statistisch: Standardabweichung) ist geringer, so dass die Risikoprämie sinkt.
- Gegenüber einer teilschuldnerischen Haftung sinkt das gemeinschaftliche Ausfallrisiko der Eurobonds bei gesamtschuldnerischer Haftung.<sup>24</sup> Die Schuldentragfähigkeit der gesamten Eurozone wird zugunsten der instabilen Länder nutzbar gemacht. Die Krisenländer beanspruchen de facto den Haftungspool der solventen Mitglieder als externe Sicherheit, so dass das Kreditrisiko für die Anleger sinkt.

Allerdings hängt dieser Risikoprämieneffekt entscheidend von den Kreditanteilen der ausfallgefährdeten zu den sicheren Schuldnerstaaten ab.<sup>25</sup> Unter der Annahme einer

17 Siehe J. B. Donges: Eurobonds: Ein fragwürdiges Instrument, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 138. Bd. (2013), H. 4, S. 6, der das Interesse der Finanzbranche an Eurobonds aufgrund vermehrter Anlagealternativen bezüglich Bonität, Laufzeiten und Renditen hervorhebt. Die Renditeschwankungen würden geringer.

18 Vgl. Europäische Kommission: Grünbuch über die ..., a.a.O., S. 5 f.; M. Schütte, N. Blanchard, a.a.O., S. 4; kritisch siehe D. Meyer, a.a.O., sowie ders.: Zur Rolle der Spekulation bei Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum, in: WiSt, 40. Jg. (2011), H. 8, S. 419-423.

19 Vgl. G. Erber: Eurobonds und Transferleistungen innerhalb der Eurozone, in: ifo-Schnelldienst, 65. Jg. (2012), H. 1, S. 15 ff.; M. Hüther, a.a.O., S. 10; T. O. Berg, K. Carstensen, H.-W. Sinn, a.a.O., S. 25 ff.

20 Vgl. das Szenario bei ebenda, S. 25 ff. Als weitere Prämisse wird die Rückzahlungswahrscheinlichkeit unabhängig von der Art der Emission angenommen. Sollten beide Zinssätze voneinander abweichen, könnte ein Investor bei einem vollkommenen Kapitalmarkt den Eurobond durch das Portfolio nationaler Anleihen entsprechend den jeweiligen EZB-Kapitalschlüsseln nachbilden bzw. im umgekehrten Fall vermehrt Eurobonds nachfragen, so dass sich beide Zinssätze angleichen würden.

21 Vgl. M. Frühauf: Länder drängen auf Haftung des Bundes, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 4.11.2013, S. 17. Fällt beispielsweise ein Bundesland mit 10%-Anteil aus, so würde der Gläubiger einer „Deutschland-Anleihe“ lediglich 90% des Nominalbetrages erhalten.

22 Alternativ müsste eine Teilnahme an Eurobonds auf Zwang basieren, da sonst eine adverse Selektion die erhofften Effekte zunichte machen würde, vgl. H. Beck, D. Wentzel, a.a.O., S. 719.

23 Vgl. T. O. Berg, K. Carstensen, H.-W. Sinn, a.a.O., S. 26.

24 Siehe M. Hüther, a.a.O., S. 10.

25 Bereits jetzt ist der Kreis der AAA-Rating-Länder aufgrund der Abwertung Frankreichs auf Deutschland, Österreich, die Niederlande, Luxemburg und Finnland geschrumpft, vgl. auch G. Erber, a.a.O., S. 15 ff.

vollständigen Umstellung auf Eurobonds würden Griechenland (3,5%), Portugal (2,4%) und Irland (2,3%) einen Anteil von zusammen 8,2% an den gesamten Staatsschulden der Eurozone einnehmen.<sup>26</sup> Kämen Spanien (10,5%) und Italien (23,2%) hinzu, so könnte im Fall von Zahlungsschwierigkeiten die Glaubwürdigkeit der Haftungsversprechen der (noch) soliden Staaten leiden und ein drohender Kaskadeneffekt der Bonitätsherabstufung weiterer, insbesondere großer und solventer Schuldnerländer in einen Zinsnachteil für Eurobonds umschlagen.

### Umverteilung, Fehlanreize und Kapitalfehlleitung

Mit der Einführung von Eurobonds sind erhebliche Umverteilungseffekte verbunden. Sie sind für das jeweilige Land umso größer, je weiter die Zinssätze für nationale Staatsanleihen  $i_N$  von denen für Eurobonds  $i_{EBond}$  abweichen und je höher der Umfang beziehungsweise Anteil der als Eurobonds begebenen Staatsschulden ist. Für die solventen Mitglieder kommen bei gesamtschuldnerischer Haftung die tatsächlichen Ausfallkosten hinzu, da hier nicht nur für den eigenen Anteil, sondern auch für die anderen (ausfallenden) Anteile gehaftet wird. Langfristige Schätzungen geben allein die Zinszusatzkosten bei einer vollständigen Umstellung für Deutschland mit 20 bis 47 Mrd. Euro jährlich an.<sup>27</sup> Damit verbunden ist ein Mangel an Transparenz, denn die Mehrkosten werden zwar haushaltswirksam, aber in der Höhe nicht explizit offengelegt. Dies erleichtert die Durchsetzung entsprechender Hilfen gegen politische Widerstände, da das Ausmaß der geleisteten Transfers verschleiert werden kann.<sup>28</sup>

Die unentgeltliche Risikoabwälzung der Krisenstaaten stellt eine Versicherung ohne Gegenleistung dar, die ein Moral-Hazard-Verhalten nahelegt. Der Marktmechanismus, der durch steigende Renditen eine Korrektur der Schuldenpolitik erzwingt, wird für den einzelnen Mitgliedstaat außer Kraft gesetzt.<sup>29</sup> Unabhängig davon führt die Zinssubventionierung zu einer Kapitalfehlleitung in die instabilen Länder.<sup>30</sup> Notwendige Strukturreformen können aufgeschoben werden. Gerade deshalb besteht die unabdingbare Notwendigkeit von haushaltspolitischen Koordinierungen, verbunden mit Auflagen an die Schuldnerstaaten.<sup>31</sup>

26 Eigene Berechnungen auf der Basis von Eurostat, a.a.O.

27 Vgl. T. O. Berg, K. Carstensen, H.-W. Sinn, a.a.O., S. 27 f.; sowie H. Beck, D. Wentzel, a.a.O., S. 721 f. Allein der Anstieg des Zinssatzes für die gesamte Staatsschuld um einen Prozentpunkt würde die deutsche Zinslast um über 20 Mrd. Euro jährlich erhöhen.

28 Vgl. ebenda, S. 723.

29 Vgl. ebenda, S. 717; sowie M. Schütte, N. Blanchard, a.a.O., S. 4.

30 Vgl. ebenda.

31 Vgl. J. B. Donges, a.a.O., S. 7; E. Görgens: Wozu Eurobonds?, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 138. Bd. (2013), H. 4, S. 9 f.; Europäische Kommission: Grünbuch über die ..., a.a.O., S. 9 ff.

Umgekehrt zeigt der Zinsanstieg in den stabilen Mitgliedstaaten, dass diese durch eine Haftung für Zahlungsausfälle geschwächt werden. Dieser Zinsanstieg könnte sich in Deutschland bei Hypothekenkrediten und Unternehmensanleihen fortsetzen, da Investoren Steuererhöhungen und Vermögensabgaben im Krisenfall erwarten. In der Folge wandert Kapital in die Krisenländer und in das übrige Ausland, mit negativen Wachstumseffekten für die unterstützenden Staaten.<sup>32</sup>

Darüber hinaus bestehen rechtliche Bedenken gegen Eurobonds. Dies betrifft sowohl das Beistandsverbot (Art. 125 AEUV) wie auch das deutsche Haushaltsrecht. So hebt das Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil vom 7.9.2011 hervor, europäische Verpflichtungen müssten sachlich und zeitlich hinreichend spezifiziert sein, damit das Haushaltsrecht gewährleistet bleibt.<sup>33</sup> Entsprechend müssten der Lissabon-Vertrag geändert werden und die Regelungen zu Eurobonds grundgesetzkonform in deutsches Recht überführt werden.<sup>34</sup> Derzeit wären Eurobonds allenfalls denkbar bei Projektfinanzierungen der Europäischen Investitionsbank (EIB).

### Vorgeschlagene Varianten

Eine Einstimmigkeitsregel des EU-Ministerrates bei der jährlichen Planung von Bond-Emissionen könnte ungewollte Transferleistungen verhindern. Parallel wäre eine Billigung durch die nationalen Parlamente und somit eine jährliche Ausstiegsmöglichkeit eines Landes aus dem Programm vorzusehen, um eine Haftung für die in dieser Periode beschlossenen Anleiheemissionen auszuschließen.<sup>35</sup> Damit wäre auch die nationale haushaltspolitische Legitimation sichergestellt.

Um die Fehlanreize zu begrenzen, werden von der EU-Kommission sogenannte „Stabilitätsanleihen“ vorgeschla-

32 Vgl. auch T. O. Berg, K. Carstensen, H.-W. Sinn, a.a.O., S. 32.

33 Siehe Bundesverfassungsgericht (BVerfG), Urteil vom 7.9.2011, 2 BvR 987/10 - 2 BvR 1485/10 - 2 BvR 1099/10, Ziff. 104 f. sowie Ziff. 121-132: „Ein solcher Fall wäre etwa zu besorgen, wenn die Bundesregierung ohne konstitutive Zustimmung des Bundestages in erheblichem Umfang Gewährleistungen, die zur direkten oder indirekten Vergemeinschaftung von Staatsschulden beitragen, übernehmen dürfte, bei denen also der Eintritt des Gewährleistungsfalls allein vom Verhalten anderer Staaten abhängig wäre.“ Ebenda, Ziff. 105.

34 Abhängig davon, ob eine europäische Schuldenagentur zwischen den Eurostaaten auf völkervertraglicher Basis vereinbart oder im EU-Recht verankert wird, könnten das vereinfachte Vertragsänderungsverfahren (Art. 48 Abs. 6 EUV) oder aber sogar das ordentliche Vertragsänderungsverfahren (Art. 48 Abs. 1-5 EUV) notwendig werden, da im letzteren Fall die Kompetenzen der Gemeinschaft erweitert würden. Aufgrund der grundlegenden Bedeutung von Eurobonds für die Wirtschaftsverfassung der EU dürfte die Einführung über eine Vertragsabrundung (Art. 352 AEUV) ausscheiden. Abweichend vgl. Europäische Kommission: Grünbuch über die ..., a.a.O., S. 13 f.

35 Vgl. auch M. Hüther, a.a.O., S. 11.

gen.<sup>36</sup> In Anlehnung an die Verschuldungsregel dürfen Blue Bonds mit gesamtschuldnerischer Haftung nur bis zu einer Höhe von 60% des BIP aufgenommen werden. Ähnlich dem deutschen Pfandbrief, dessen Sicherheit unabhängig der Bonität des Schuldners ist, soll im Insolvenzfall ein Zahlungsausfall weitgehend ausgeschlossen werden.<sup>37</sup> Kernelemente sind die Beleihungsgrenze sowie die Vorrangstellung ihrer Bedienung gegenüber anderen Schuldpapieren. Den Gegenpart bilden nationale Red Bonds, die nachrangig bedient werden. Hieraus ergibt sich eine Zinsspreizung, die einen Disziplinierungseffekt bei der Aufnahme von Red Bonds bewirken soll.

Kritisch ließe sich einwenden, dass gerade die Zinsspreizung Anreize zur Ausschöpfung der 60%-Grenze gibt und folglich kein Risikopuffer besteht. Nachdem das Eurobondsvolumen ausgeschöpft wäre, würden die Grenzkosten der Verschuldung steigen, was einen disziplinierenden Effekt verstärken würde. Sollte es dann allerdings zu Liquiditätsengpässen kommen, würde ein weitaus höherer Zinsanstieg der Red Bonds die Zahlungskrise verschärfen und den Zugang zum freien Kapitalmarkt abrupt verschließen. Auch hier wäre eine „alternativlose“ Eurorettung vorprogrammiert. Politischer Druck, die Garantien auszuweiten, macht diesen Vorschlag nicht nachverhandlungssicher. Was wäre nach den bisherigen Erfahrungen leichter, als in diesem Fall die Quote für die Blue Bonds anzuheben? Zudem bleibt eine Ausfallsicherheit der Blue Bonds zweifelhaft, da die Krisenstaaten entsprechend vorrangige Anleihen auch ohne diesen Bonitätstransfer bereits heute ins Leben rufen könnten.<sup>38</sup> Schließlich bieten die Umverteilungsgewinne bei den Blue Bonds Spielräume für eine weitere Verschuldung.

In Anlehnung an die „Reformverträge“ sieht der Vorschlag eines konditionierten Zinsausgleichs Transferleistung gegen Reformauflagen vor.<sup>39</sup> Die Staatsschuldenkrise hat gezeigt, dass stark steigende Risikoprämien der Krisenstaaten mit einem Kapitalzufluss in die solventen Staaten

36 Siehe Europäische Kommission: Grünbuch über die ..., a.a.O., S. 17 ff. Der Vorschlag beruht auf einer Überlegung von J. Delpla, J. v. Weizsäcker: The Blue Bond Proposal, Bruegel Policy Brief, Nr. 2011/03, Brüssel. Vgl. auch M. Schütte, N. Blanchard, a.a.O.; sowie M. Hüther, a.a.O., S. 10 f. Sehr kritisch hierzu vgl. B. Lucke: Disziplinieren rote und blaue Eurobonds?, in: ifo-Schnelldienst, 65. Jg. (2012), H. 4, S. 12-15.

37 Beim Pfandbrief wird die zusätzliche Sicherheit durch die Besicherung mit einer Deckungsmasse gewährleistet, die aus Grundpfandrechten (Grundstücke) oder anderen in einem öffentlichen Register stehenden Sachwerten (Schiffe, Flugzeuge) bestehen. Daneben gibt es öffentliche Pfandbriefe (Kommunalobligationen).

38 Vgl. B. Lucke: Disziplinieren rote und blaue Eurobonds ..., a.a.O., S. 15; M. Schütte, N. Blanchard, a.a.O., S. 7 f. heben demgegenüber eine Ausstiegsmöglichkeit im Rahmen eines geordneten Insolvenz-/ Umschuldungsverfahrens ohne größere Risiken hervor.

39 Vgl. F. Heinemann: Konditioneller Zinsausgleich als Alternative zu Eurobonds, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 138. Bd. (2013), H. 4, S. 19 f.

einhergehen, da Anleger diese als sicheren Hafen ansahen, was für diese zu negativen Renditen führte. Von daher ließe sich ein möglicher Zinsvorteil als Zinssubvention an die insolventen Länder weiterreichen. De facto geschieht dies bereits verdeckt und in hohem Umfang über die EFSF/den ESM und die besonderen Politiken der EZB. Der Vorteil dieses offenen Transfers gegenüber Eurobonds kennzeichnet sich dadurch, dass er konditioniert, transparent, betragsmäßig ex ante kalkulierbar und haushaltswirksam ist. Es stellt sich jedoch die Frage, warum der Transfer an eine Kreditnahme gebunden sein sollte. Auch aus Anreizgründen böten sich vielmehr Mittel aus dem Strukturfonds an.

### Politischer Wandel der Europäischen Union

Der Lissabon-Vertrag gibt einen föderativen Staatenbund auf der Grundlage der Subsidiarität und Dezentralität vor. Ökonomisch gelten zentral das Binnenmarktprinzip sowie der Haftungsausschluss und das Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Die Supranationalität der EU sichert auf besondere Weise die enge und ausnahmslose Verbindung aller Mitgliedstaaten untereinander. Bereits heute weisen die speziell für die Eurozone installierten EFSF-/ESM-Rettungsschirme, wie auch die Reformbemühungen zum Stabilitäts- und Wachstumspakt (Six-Pack) und die der Koordinierung der nationalen Haushalte (Two-Pack) dienenden EU-Gesetzesvorhaben Merkmale einer Fiskalunion auf. Sie haben jedoch ihre vertragliche Basis außerhalb der supranationalen Strukturen der EU in völkerrechtlichen Verträgen der Euro-Mitgliedstaaten. Eurobonds im Rahmen einer europäischen Schuldenagentur sprengen den föderativ-institutionellen Rahmen in mehrfacher Hinsicht und verstärken die politische Entwicklung hin zu einer bundesstaatlichen Union. Sie gehen nicht nur mit einer steigenden Zentralisierung und Harmonisierung sowie einer wachsenden Vergemeinschaftung von Haftung einher. Mit ihnen werden Risiken systematisch und unentgeltlich abgewälzt, was sich in einer Nivellierung der Anleiherenditen zeigt. Der damit einhergehende systematische und langfristige Zinslastentransfer in die Krisenstaaten wäre zugleich ein zentraler Schritt in Richtung einer bundesstaatlichen Transferunion. Eine Begrenzung

der Eurobonds auf die Mitgliedstaaten der Währungsunion würde zudem ein Europa der zwei Klassen verfestigen. Für Nicht-Mitglieder der Eurozone dürfte ein Zutritt zukünftig schwieriger werden. Ebenso würde ein gegebenenfalls ökonomisch sinnvoller oder notwendiger Austritt aus der EWU erschwert.

Solange die Nationalstaaten für ihre Haushalte zuständig sind, sind Eurobonds ordnungspolitisch ein Fremdkörper.<sup>40</sup> Nicht die Fiskalunion als Zielobjekt, sondern als notwendige Voraussetzung lassen Eurobonds derzeit als einen unauflösbaren Widerspruch erscheinen. Sie setzen eine Zentralisierung haushaltspolitischer Kompetenzen verbunden mit einer Vergemeinschaftung zentraler Politikfelder einschließlich regionaler Umverteilungen voraus. Die derzeitigen Bestrebungen zur haushaltspolitischen Überwachung und Koordinierung reichen hierfür in keinem Fall aus.

### Fazit

Eurobonds verstoßen gegen das marktwirtschaftliche Haftungsprinzip. Marktkontrolle wird durch politische Kontrolle ersetzt. Das Außerkraftsetzen des Zinsmechanismus ist mit hohen impliziten Transfers verbunden, führt zu Kapitalumlenkungen in die Krisenländer mit zweifelhaften Verwendungen und mindert deren Anreize, notwendige Strukturreformen anzugehen. Eine Einführung verstößt gegen das Prinzip der Fehlerfolgenbegrenzung, ein Ausstieg aus einem Eurobonds-Programm wäre aufgrund des Samariterdilemmas kaum durchführbar. Mit Eurobonds ist der Einstieg in eine unauflösbare Transferunion verbunden. Langfristig wäre eine Krisenverschärfung durch den Kaskadeneffekt für die stabilen Mitglieder nicht ausgeschlossen. Eurobonds sind demnach nicht geeignet, zur Lösung der Staatsschuldenkrisen im Euro-Währungsgebiet beizutragen. Vielmehr führen sie die Eurozone in eine institutionell neue Staatenbeziehung, in eine Transferunion, die derzeit weder mit dem Lissabon-Vertrag noch mit dem Grundgesetz vereinbar ist.

<sup>40</sup> Vgl. J. B. Donges, a.a.O., S. 8; sowie E. Görgens, a.a.O., S. 10.

#### Title: Eurobonds: Politically Desired, Economically Expedient, Legally Feasible?

**Abstract:** This research focuses on the question of to what extent Eurobonds are feasible and which problems may arise in the political, economic and juridical areas. The contribution shows possible forms of the arrangement and discusses a justification from the regulatory point of view. It also examines the extent to which Eurobonds have already become reality by the rescue aid of the European Union. The economic analysis demonstrates the interrelated benefits and problems, especially redistribution, misdirected incentives and misallocation of capital. Finally, establishing Eurobonds is the cornerstone of the political and normative question of which direction the Eurozone will or rather should move within the scope of the sovereign debt crisis.

**JEL Classification:** E42, H63, H69