



## Eurobonds – Weichenstellung für Europa

*Prof. Dr. Dirk Meyer  
Lehrstuhl für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg*

■ Staatliche Schuldtitel mit gemeinschaftlicher Haftung der Euroländer, kurz: Eurobonds, sind der Dreh- und Angelpunkt einer politisch-normativen Fragestellung: In welche Richtung wird beziehungsweise soll sich die Eurozone im Rahmen der Staatsschuldenkrise bewegen?

### *Eurobonds als wiederkehrender Vorschlag zur Krisenlösung*

Die Vorschläge zur gemeinschaftlichen Haftung sind so alt wie die offen zutage getretene Euro-Staatsschuldenkrise. Bereits 2010 unternahmen der Vorsitzende der Euro-Gruppe *Jean-Claude Juncker* und der italienische Finanzminister *Giulio Tremonti* den ersten Vorstoß. Im Jahr 2011 folgte ein Grünbuch der Europäischen Kommission zu „Stabilitätsanleihen“, 2012 brachte der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung den Schuldentilgungsfonds ins Gespräch, und neuerdings sieht der Internationale Währungsfonds (IWF) Eurobonds als zentralen Baustein für eine Fiskalunion.

Dabei sind Eurobonds im Krisenmodus der Rettungsschirme bereits unerschwinglich Realität. So haften die Mitgliedstaaten für Garantien und Kredite der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (Artikel 2 Absatz 3 EFSF-Rahmenvertrag) und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (Artikel 8 Absatz 5 ESM-Vertrag) anteilig in Höhe ihres Beitragsschlüssels am Kapital der Europäischen Zentralbank (EZB). Für Deutschland beträgt der Anteil 27 Prozent. Es handelt sich hierbei um „indirekte“ Eurobonds, da die Haftung gegenüber EFSF- beziehungsweise ESM-Kreditgebern erfolgt, sollten die Programmstaaten keine Schuldentilgung gegenüber den Rettungsfonds vornehmen.

Die Anleihekäufe der EZB sowie die Target-Kredite enthalten ebenfalls eine implizite Haftung. Ein Ausfall reduziert den EZB-Gewinn, mindert das Eigenkapital und macht gegebenenfalls Kapitalzuführungen notwendig. Im Fall eines chaotischen Auseinanderbrechens der Währungsunion wären die Target-Kredite vollständig abzuschreiben. Damit kennzeichnet die anteilige Haftung für fremde Risiken diese Kreditinstrumente, die insofern gegenüber Eurobonds vergleichbare Strukturen aufweisen.

### *Eurobonds als Ersatz für fehlende Koordinierung der Fiskalpolitik?*

Im Fokus von Eurobonds steht die Schuldentragfähigkeit der Krisenstaaten, die von der Bedienung aus nachhaltigem, verfügbarem Einkommen beziehungsweise der Wirtschaftsleistung eines Landes abhängt (Schuldenstandsgrenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts). Daneben können Sicherheiten die Tragfähigkeit steigern: Gold, Immobilien, Beteiligungen, Infrastruktur oder eben fremde Sicherheiten. Um die Finanzmärkte glaubhaft zu beruhigen und damit den Zugang der Krisenstaaten offenzuhalten, müssen die Kreditmittel unbegrenzt, unkonditioniert und zu niedrigen Zinsen zugänglich sein. Dies erklärt auch die Diskussion einer Hebelung und einer

Banklizenz für den ESM sowie die Lockerung der Programm-Konditionierung insbesondere für vorsorgende Kreditlinien. Gleiches gilt für das Anleiheprogramm der EZB, Outright Monetary Transactions (OMT), das – volumenmäßig unbegrenzt und jeglicher parlamentarischer Kontrolle entzogen – besonders attraktiv und wirksam erscheint.

Allerdings tauchen neuerdings rechtliche Zweifel an der Durchführbarkeit auf, denn die Staaten müssen formal drei Bedingungen erfüllen: Erstens müssen sie einem vollen EFSF- beziehungsweise ESM-Programm mit Auflagen unterliegen; zweitens müssen sie zugleich Zugang zum Anleihemarkt haben; drittens muss eine Störung des geldpolitischen Übertragungsmechanismus bestehen. Die ersten beiden Punkte dürften sich jedoch grundsätzlich ausschließen. Darüber hinaus wird das ESM-Urteil des Bundesverfassungsgerichts hinsichtlich der Positionierung gegenüber den Anleihekäufen der EZB mit Spannung erwartet.

Der unbegrenzte und unkonditionierte Zutritt zu Kreditmitteln durch die Krisenstaaten ist daher unsicher. Hinzu kommt die immer deutlichere „Einzäunung“ durch das deutsche Verfassungsgericht, das die zeitaufwändige Einbindung des Bundestages bei Finanzhilfen obligatorisch vorschreibt. In krisenhafter Zuspitzung können Hilfen gegebenenfalls nicht schnell genug beschlossen werden. Auch von daher erklärt sich die erneute Diskussion um Eurobonds. Sie erlauben den Zugang der Krisenländer zum Kapitalmarkt auch bei Versagen der fiskalischen und monetären Rettungsschirme, vermeiden die offene Insolvenz und dienen als Ersatz für eine fehlende gemeinsame beziehungsweise koordinierte Fiskalpolitik.

### *Verfassungsrechtliche Bedenken*

Eurobonds stehen allerdings rechtliche Bedenken entgegen. Das Bundesverfassungsgericht hebt in seinem Urteil vom 7. September 2011 zur Griechenland-Hilfe und zum Euro-Rettungsschirm hervor, europäische Verpflichtungen müssten sachlich und zeitlich hinreichend spezifiziert sein, damit das Haushaltsrecht gewährleistet bleibt. Die Gestaltungsmöglichkeiten des Bundestages wären verfassungsrechtlich in unzulässigem Umfang eingeschränkt, „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 Gewährleistungsfalles allein vom Verhalten anderer Staaten abhängig wäre“ (Ziffer 105).

Der Lissabon-Vertrag schließt Eurobonds ebenfalls aus. Derzeit wären Eurobonds allenfalls denkbar bei Projektfinanzierungen der Europäischen Investitionsbank (EIB). Das Beistandsverbot (No-bail-out-Klausel gemäß Artikel 125 AEUV) verbietet generell die Haftung für Verbindlichkeiten der Mitgliedstaaten. Zwar ist mit Artikel 136 Absatz 3 AEUV die Möglichkeit eines Stabilitätsmechanismus neu eingefügt, doch ergänzt er lediglich das Beistandsverbot durch eine Ausnahmeregelung für den Notfall unter strengen Auflagen. Da mit der Einführung von Eurobonds Kompetenzen auf die Union übertragen werden, müsste der Lissabon-Vertrag in einem ordentlichen Verfahren (Artikel 48 EUV) geändert werden. Die Übernahme ins deutsche Recht würde über Artikel 23 GG geschehen, soweit die Änderung mit dem Grundgesetz vereinbar ist. Da jedoch das nationale Haushaltsrecht je nach konkreter Ausgestaltung gravierenden Kompetenzabtretungen unterliegen könnte, hätte die Übernahme alternativ im Rahmen der Strukturen einer Fiskal- bezie-

hungsweise Transferunion durch Artikel 146 GG zu erfolgen. Die damit verbundene Hürde der Annahme einer neuen Verfassung für die Bundesrepublik ist jedoch so hoch gesetzt, dass zumindest von deutscher Seite kein Interesse an diesem Szenario bestehen dürfte.

Eine Einstimmigkeitsregel des EU-Ministerrates bei der jährlichen Planung von Bond-Emissionen könnte ungewollte Transferleistungen verhindern. Parallel wären eine Billigung durch die nationalen Parlamente und eine jährliche Ausstiegsmöglichkeit eines Landes aus dem Programm vorzusehen, um eine Haftung für die in dieser Periode beschlossenen Anleiheemissionen auszuschließen. Allerdings wären Eurobonds damit als kurzfristig handlungsfähiger Krisenmechanismus ungeeignet.

### *Einstieg in eine Transferunion*

Selbst in der Bundesrepublik sind sogenannte Deutschland-Bonds mit gesamtschuldnerischer Haftung des Bundes für die Bundesländer umstritten und werden bislang nicht praktiziert. Ebenso haben auch die Mitgliedstaaten der Eurozone, deren Bonität von den Ratingagenturen mit der Bestnote AAA bewertet wird, bis heute darauf verzichtet, Eurobonds einzuführen. Aufgrund der Risiken von Haftungskosten für die stabilen Schuldner einerseits und der Anreize nicht nur der schwachen Staaten zu einer ausufernden Kreditaufnahme andererseits ist die Akzeptanz gering. Die schwelende Staatsschuldenkrise könnte jedoch ein Einfallstor für Eurobonds bieten.

Während der geltende Lissabon-Vertrag einen föderativen Staatenbund auf der Grundlage der Subsidiarität und des Binnenmarktprinzips vorgibt, gehen Eurobonds im Rahmen einer europäischen Schuldenagentur mit steigender Zentralisierung und Harmonisierung sowie wachsender Vergemeinschaftung von Haftung einher. Mit der systematischen und unentgeltlichen Abwälzung von Risiken sowie der daraus resultierenden Nivellierung der Anleiherenditen wären neben den volkswirtschaftlichen Kosten einer Kapitalfehlleitung erhebliche Transfers in die Krisenstaaten verbunden. Allein ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt würde die Zinslast für deutsche Staatsschulden um 20 Milliarden Euro steigen lassen.

Nicht nur der bereits als dauerhafte Einrichtung für den Krisenmodus der Eurozone installierte ESM-Rettungsschirm, sondern auch die der Schärfung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (Six-Pack) und der Koordinierung der nationalen Haushalte (Two-Pack) dienenden EU-Gesetzesvorhaben haben bereits Merkmale einer Fiskalunion. Der bundesstaatliche Charakter der EU würde in eine Fiskalunion mit gemeinsamen Haushaltsregeln münden. Gemäß einer fiskalischen Versicherung könnten auch unsystematische und vorübergehende Risiken übernommen und dabei Einkommensschwankungen über die Zeit und die Region ausgeglichen werden. In diese Richtung gehen beispielsweise Überlegungen der EU-Kommission zu einer europäischen Arbeitslosenversicherung.

Eurobonds wären jedoch aufgrund des systematischen und langfristigen Zinslastentransfers ein zentraler Schritt in Richtung einer bundesstaatlichen Transferunion. Der aktuelle Vorschlag von EU-Rat und Ratspräsident *Herman Van Rompuy* für eine Fiskalkapazität der Eurozone mit eigenständiger EU-Steuerhoheit wäre bereits ein Systemwechsel. Angedacht sind sogenannte „Reformverträge“, die aus dem EU-Haushalt Finanzmittel für Kredite gegen Auflagen – also „indirekte“ Eurobonds – bereitstellen sollen. ■