

## Diskussionsbeitrag / Discussion Paper

# Kosten des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) aus deutscher Sicht

## The Costs of the European Financial Stability Facility (EFSF) – The German Point of View

Von Dirk Meyer, Hamburg\*

JEL E63; F33; G33

European financial stability facility; european stability mechanism; government debt crisis; national bankruptcy; no-bailing-out clause; EU-treaty.

Received: 24.11.2010

Revision received: 17.01.2011

Accepted: 26.01.2011

---

### Summary

The European Financial Stability Facility (EFSF), which is supported by the German *Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen des europäischen Stabilisierungsmechanismus (StabMechG)*, suspends the Stability and Growth Pact as the basis of the European Economic and Monetary Union. The actual 'suspension' from the 'no bail-out' restriction (Art. 125 TFEU) and the prohibition of funding national debts (Art. 123 TFEU) transfers risks and financial burdens from deeply indebted states to solvent EU member states. As a result an unauthorized „transfer union“ emerges, whose Central Bank lost its independence to a political leadership and cannot focus on its objective of price stability as contracted any longer. Even without the use of financial and guarantee aids the German economy suffers from a distorted yield structure and crowding-out effects of private investments. From the economic point of view the used measures are neither appropriate nor necessary for achieving financial stability within the European Economic and Monetary Union. Much less these measures are proportionate. Of course, the alternative of accepting a 'controlled' national bankruptcy would not have been without its formidable costs. However, its attribution of arrangements in the line with market requirements and the adherence to EU-contract provisions would have been the more worthwhile regulatory policy option for a more solid budgetary policy in the future.

Der Beitrag geht der Frage nach, ob und inwiefern der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), der durch das *Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus (StabMechG)*<sup>1</sup> Eingang in deutsches Recht gefunden hat, die Europäische Währungsunion (EWU) auf eine neue

---

\* Besonderer Dank gilt den anonymen Gutachtern für die überaus konstruktive Kritik. Etwaige Mängel bleiben selbstverständlich in der Verantwortung des Verfassers.

<sup>1</sup> Der Verfasser gehört zum Kreis von Personen um die Europolis-Gruppe, die gegen das deutsche Übernahmegesetz zum ‚Rettungsschirm‘ (StabMechG) Beschwerde beim Bundesverfassungsgericht (BVerfG) eingelegt haben (AZ 2BvR 1219/2010 v. 1.06.2010).

Geschäftsgrundlage stellt. Er zeigt die möglichen monetären und finanziellen Folgen und Belastungen für Deutschland auf, die durch die unkonventionelle Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie aus den Krediten und Gewährleistungen des ‚Rettungsschirms‘ entstehen können.

## 1. Die finanziellen Unwägbarkeiten des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus<sup>2</sup>

Der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) bildet die politisch logische Fortsetzung der Griechenlandhilfe. Gestützt auf Art. 122 Abs. 2 AEUV leisten die EU sowie deren EURO-Mitgliedstaaten „einem Mitgliedstaat, der aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kontrolle entziehen, von gravierenden wirtschaftlichen oder finanziellen Störungen betroffen oder von diesen ernstlich bedroht ist“<sup>3</sup>, finanziellen Beistand. Ziel sei es „die Stabilität, Einheit und Integrität der Europäischen Union zu wahren“<sup>4</sup>. Marktliche Dysfunktionalitäten wie die Gefahr einer Ansteckung weiterer Länder, „die sich nicht durch eine Änderung der Fundamentaldaten erklären lässt“<sup>5</sup> sowie eine destabilisierende Spekulation werden als offizielle Begründung angeführt. Diese nachfolgend auch als ‚Rettungsschirm‘ bezeichnete Kredit- und Gewährleistungshilfe ist zentraler Teil des EFSM, den der EU-Rat in Abstimmung mit dem IWF errichtet hat. Darüber hinaus umfasst die Krisenintervention in einer weiten Abgrenzung die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB sowie Überlegungen zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP).

**(1) Fiskalische Komponente – Darlehen / Kreditlinien und Gewährleistungen:** Die fiskalische Komponente beinhaltet *Kredit- und Gewährleistungshilfen* der EU, einer durch die EURO-Staaten getragenen Zweckgesellschaft sowie des IWF. Voraussetzung für die Hilfen ist ein mit dem IWF und der Europäischen Kommission unter Mitwirkung der EZB vereinbartes und von den EURO-Staaten einvernehmlich gebilligtes *wirtschafts- und finanzpolitisches Sanierungsprogramm*, das Vereinbarungen über Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung des hilfenehmenden Landes enthält.<sup>6</sup>

<sup>2</sup> Im Folgenden wird der Begriff des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) in seiner weiten Abgrenzung entsprechend des Rates der Europäischen Union (Vermerk SN 2564/1/10 REV 1 v. 10. Mai 2010) verstanden. Dieser umfasst neben den EU-Kredithilfen (EFSM in seiner engen Abgrenzung) auch die Kredite der Zweckgesellschaft der European Financial Stability Facility (EFSF) sowie den Beitrag des Internationalen Währungsfonds (IWF).

<sup>3</sup> Art. 1 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 v. 10. Mai 2010). Siehe auch Council of the European Union, Press Release 9596/10 (Presse 108) v. 9./10.05.2010.

<sup>4</sup> Art. 1 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 v. 10. Mai 2010).

<sup>5</sup> Deutscher Bundestag (2010: 1). Vgl. auch die einleitenden Gründe zur VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 v. 10. Mai 2010). Siehe ebenfalls Trichet (2010) sowie EZB (Hrsg.), Monatsberichte, Juni 2010, S. 36 f.

<sup>6</sup> Siehe Art. 3 Abs. 1 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 v. 10. Mai 2010) sowie § 1 (Gewährleistungsermächtigung) des Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen des europäischen Stabilisierungsmechanismus (StabMechG).

(a) **Darlehen und Kredithilfen der EU:** Gestützt auf den EFSM kann die EU Kredite bzw. Kreditlinien im Umfang ihrer Eigenmittel-Obergrenze bis zu maximal 60 Mrd. € gewähren.<sup>7</sup> Vom Rat als notwendig erachtete Finanzhilfen sind vorrangig diesem Hilfetopf zu entnehmen. Die Kreditnahme ist aufgrund der politischen Haftung einer Gemeinschaftsanleihe mit einer quasi gesamtschuldnerischen Haftung der Mitgliedstaaten sehr ähnlich. Die Laufzeit dieser Kreditzusage ist ohne Befristung.

Da der EU-Haushalt eine Anleihenfinanzierung ausschließt (Art. 310 Abs. 1 AEUV), muss der Weg der 60 Mrd. € über eine Mittelaufbringung als *Off-Budget-Verschuldung* gegangen werden. Haushaltstechnisch werden die Mittel aus der Differenz zwischen der *Eigenmittelobergrenze* der EU und den *Zahlungsermächtigungen*, also den bereits von den Mitgliedstaaten bewilligten, aber noch nicht zur Zahlung freigegebenen Mitteln, akquiriert. Gemäß *Beschluss 2007/436/EG, Euratom des Rates vom 7. Juni 2007 über das System der Eigenmittel der Europäischen Gemeinschaften* beträgt die von den Mitgliedstaaten gewährte Eigenmittelobergrenze 1,24 % ihres Bruttonationaleinkommens, während die Obergrenze der jährlich maximal möglichen Verpflichtungsermächtigungen auf 1,31 % des Bruttonationaleinkommens festgelegt wurde. Die Differenz in Höhe von 17,2 Mrd. € diente bislang als eine Art Haushaltsreserve für unerwartet hohe Ausgaben, da Überbrückungskredite verboten sind und die Mitgliedstaaten zu Nachschusszahlungen nicht verpflichtet werden können. Jährlich steht somit ein unspezifiziertes Kreditvolumen von 17,2 Mrd. € zur Verfügung. Nimmt man diesen Betrag als jährliche Annuität, so ergibt sich bei einem kalkulatorischen Kapitalmarktzins von 5 % und einer Laufzeit von 4 Jahren der Betrag von 60 Mrd. €. Da die Laufzeit dieser Kredithilfen zudem zeitlich nicht befristet ist, wäre bei einer Festlegung für 10 Jahre ein Kreditvolumen von 132 Mrd. € und bei 25 Jahren ein Volumen von 242 Mrd. € mit der entsprechenden Verzinsung von 5 % möglich. Um dieses zu realisieren, genügt zur Beschlussfassung eine qualifizierte Mehrheit im Rat. Da die Union in diesem Fall die Kredite selbst an die Mitgliedstaaten vergibt und nicht für fremde Kredite an diese haftet, wäre eine legale Umgehung des Bail-out-Verbotes (Art. 125 AEUV) ermöglicht.

(b) **Darlehen der European Financial Stability Facility (EFSF):** Hierzu wurde eine *Société Anonyme* mit Sitz in Luxemburg als Zweckgesellschaft (European Financial Stability Facility, EFSF) im Rahmen einer intergouvernementalen Vereinbarung der EURO-Mitgliedstaaten gegründet. Deren Bestand ist unbefristet. Sie darf allerdings nach dem 30.06.2013 keine neuen Darlehensprogramme mehr auflegen und Bürgschaften übernehmen. Im Unterschied zur Griechenland-Hilfe, bei der die EURO-Staaten bilateral Kredite gewähren, nimmt die EFSF direkt am Kapitalmarkt Fremdmittel auf und reicht sie den vom Zahlungsausfall bedrohten Staaten weiter. Zur Anleihenbesicherung erhält die EFSF *Garantien der Mitgliedstaaten*, wobei sich der Garantieanteil der einzelnen Länder nach dem Kapitalschlüssel der EZB richtet. Durch diese Haftungserklärung

<sup>7</sup> Siehe Art. 2 Abs. 2 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 v. 10. Mai 2010). Vgl. Rat der Europäischen Union, Vermerk SN 2564/1/10 REV 1 v. 10. Mai 2010 sowie Council of the European Union, Press Release 9596/10 (Presse 108) v. 9./10.05.2010. Der nicht bindende Charakter der Kreditsumme wird auf S. 3 unten nochmals klargestellt. Vgl. auch Council of the European Union, Council conclusions, Economic and Financial Affairs – Council Extraordinary meeting v. 9./10.05.2010, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/Conclusions\\_Extraordinary\\_meeting\\_May2010-EN.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/Conclusions_Extraordinary_meeting_May2010-EN.pdf), (Abrufdatum 2.11.2010).

der Mitgliedstaaten für Kredite der Zentralregierungen anderer EWU-Mitglieder liegt ein Verstoß gegen das Bail-out-Verbot (Art. 125 AEUV) zumindest nahe.<sup>8</sup>

Bei Gewährleistungshilfen im Umfang von 440 Mrd. € belaufen sich die Kredithilfen bei der derzeitigen Bonitätspolitik auf lediglich 366,7 Mrd. €. Der Grund für das Auseinanderfallen von Kredit- und Gewährleistungshilfen besteht in den Anforderungen an die angestrebte hohe Bonität eines AAA-Ratings, um der Zweckgesellschaft den Zugang zu günstigen Kreditkonditionen zu ermöglichen. Deshalb haften die EURO-Länder jeweils mit 120 % ihres Garantieanteils (Art. 2 Abs. 3 EFSF-Rahmenvertrag und EFSF-Satzung). Als weiteres Zugeständnis an das Rating behält die Gesellschaft im Falle einer Kreditgewährung eine Barreserve ein. Sie errechnet sich aus dem Zinsaufschlag, den das kreditnehmende Land gegenüber Marktkonditionen hätte zahlen müssen.

Um die aufgenommenen Finanzmittel darüber hinaus vollständig durch erstklassige Garantiegeber abzusichern, beschränkt sich der Kreis der Garantoren auf etwa 60 % der Gesamthaftungssumme. Zuzüglich der Übersicherung erhöht sich ihr Anteil auf 72 %. Nur dieser Anteil darf als Stabilitätshilfen an ausfallgefährdete Staaten ausgegeben werden. Um die für das AAA-Rating notwendigen Sicherheiten zu gewährleisten, fließt der Rest der von der EFSF zur Finanzierung dieser Finanzhilfen ausgegebenen Anleihen in die Barreserve. Diese Mittel müssen in sichere Anlagen investiert werden, um der Besicherung jederzeit zur Verfügung zu stehen. Damit reduziert sich das maximal mögliche Kreditvolumen auf etwa 264 Mrd. €.

Der deutsche Gewährleistungsanteil beträgt formal 119,39 Mrd. €, errechnet aus dem 27%igen Anteil Deutschlands an dem Grundkapital der EURO-Länder an der Europäischen Zentralbank (EZB).<sup>9</sup> Dieser Anteil kann im Bedarfsfall um den Aufschlag von 20 % bis auf 147,30 Mrd. € steigen. Für den Fall, dass einzelne Teilnehmerstaaten in finanzielle Schwierigkeiten geraten, können diese eine Aussetzung weiterer Garantiezusagen beantragen (Stepping-Out Garantor). Bei Stattgabe erhöht sich der Anteil Deutschlands entsprechend um den angepassten Beitragsschlüssel an der Garantiesumme (Art. 8 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag). Da neben Griechenland bereits Irland ausgefallen ist, würden sich nach dieser Rechnung die Garantien Deutschlands bereits auf 149,87 Mrd. € belaufen. Sollten dazu Spanien und auch Portugal ausfallen, würde sich dieser Betrag demnach auf 176,46 Mrd. € erhöhen. Gelangt auch Italien unter den ‚Rettungsschirm‘, dann stiege die Garantiesumme für Deutschland auf 226,39 Mrd. €. Eine Begrenzung des Maximalanteils und der Haftungssumme für ein Land ist damit vertraglich offen gehalten.

Die Vorgaben des EFSF-Rahmenvertrages sind in diesem Zusammenhang jedoch nicht eindeutig. Zwar ist von „keinem Sicherungsgeber ... die Übernahme von Bürgschaften zu

<sup>8</sup> Vgl. hierzu die juristischen Äußerungen zu Art. 122 Abs. 2 sowie Art 125 AEUV von Kube/Reimer (2010: 1912 ff.) und Knopp (2010: 1779 ff.), die keine vertraglichen Grundlagen der Hilfen sehen. Kritisch vgl. hingegen Herrmann (2010: 414 ff.), der in Art. 125 AEUV kein generelles Umgehungsverbot sieht und freiwillige Hilfen als durchaus vereinbar ansieht. Sollte ein Verstoß der Garantien gegen Art 125 AEUV festgestellt werden, so wären die Gewährleistungsverträge mit der EFSF gemäß § 95 Abs. 3 Gesetz über das Bundesverfassungsgericht (BVerfGG) und § 134 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) nichtig. Vgl. hierzu auch die Verfassungsbeschwerde 2 BvR 1219/10, ergänzender Schriftsatz v. 13. Aug. 2010, S. 42 ff.

<sup>9</sup> Der Schlüssel von 27,14 % ergibt sich aus einem Anteil Deutschlands von 18,94 % am Gesamtkapital der EZB unter Berücksichtigung des Anteils aller EURO-Länder am Gesamtkapital der EZB, die zusammen 68,79 aufbringen.

verlangen, die dazu führen würden, dass sein Bürgschaftsrisiko höher ist als die Summe der von ihm zugesagten Bürgschaften“ (Art. 2 Abs. 3 EFSF-Rahmenvertrag). Dies würde für die Bundesrepublik einen Maximalbetrag in Höhe von 119,39 Mrd. € beinhalten. Für jede einzelne Maßnahme wird jedoch zugleich gefordert, dass die Sicherungsgeber im Umfang ihres durch ausfallende EURO-Mitglieder erhöhten und angepassten Beitragschlüssels haften. Außerdem besteht die 120 %-Regel zur Abdeckung der Altgarantien ausfallender Garantoren. Aufgrund des Stepping-Out Garantors Griechenland (Art. 8 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag) steigt die maximale Haftungssumme demnach bereits auf 122,85 bzw. 147,30 Mrd. € (120 %). Dieser erhöhten Gewährleistung trägt das deutsche Übernahmegesetz (§ 1 StabMechG) mit einem Maximalbetrag der deutschen Gewährleistungen in Höhe von 147,6 Mrd. € auch Rechnung. Zudem lässt Art. 10 Abs. 5 Ziff. g/i EFSF-Rahmenvertrag bei Einstimmigkeit eine Änderung der Bonitätspolitik sowie eine Erhöhung der Gesamtsumme der Bürgschaften zu. Beides hätte direkte Auswirkungen auf die nationalen Haftungssummen.

Während § 1 StabMechG eine Befristung der Gewährleistungen bis zum 30.06.2013 fest schreibt, hält Art. 11 EFSF-Rahmenvertrag den Zeitpunkt der Liquidation der Zweckgesellschaft offen. Zwar dürfen nach diesem Zeitpunkt keine neuen Kredite beschlossen werden, doch kann eine Auszahlung über diesen Zeitpunkt hinaus vorgenommen werden. Da die Auflösung der Gesellschaft bei noch ausstehenden Verbindlichkeiten an deren Rückzahlung durch die gestützten Länder geknüpft ist, liegt die Beendigung der EFSF faktisch in den Händen der kreditnehmenden Mitgliedstaaten (Art. 11 i. V. m. Art. 2 (10) EFSF-Rahmenvertrag).

**(c) Kreditzusagen des IWF:** Schließlich bestehen unverbindliche Kreditzusagen des IWF, wobei die Griechenlandhilfe als grobe Blaupause gelten kann. Danach würden sich die Hilfen auf 220 bis 250 Mrd. € belaufen.<sup>10</sup> Sie werden für jeden Einzelfall vom IWF beschlossen und freigegeben. Die Laufzeit dieser Zusage ist unbefristet. Insgesamt ergibt sich damit ein ‚Rettungsschirm‘ im Umfang von 720 bis 750 Mrd. €. Durch die Maßnahmen der Besicherung reduzieren sich die Kredithilfen jedoch effektiv auf ca. 486 Mrd. €.<sup>11</sup>

**(2) Monetäre Komponente – Unterstützungen der EZB:<sup>12</sup>** Bereits nach der Lehman-Insolvenz im Oktober 2008 begab die EZB *Mengentender mit Vollzuteilung*, um Engpässe der Liquiditätsversorgung bei den Geschäftsbanken zu verhindern. Mit Unterbrechungen wurde diese Politik auch nach dem 10. Mai 2010 fortgeführt. Nutznießer dieser quantitativen Lockerung waren in erheblichem Umfang die Geschäftsbanken südeuropäischer Länder sowie Irlands, deren Refinanzierung auf dem Interbankenmarkt gestört war. So gingen von den 589 Mrd. €, die die EZB an die Geschäftsbanken Anfang August 2010 ausgeliehen hatte, 119,7 Mrd. € an spanische, 95,9 Mrd. € an griechische,

<sup>10</sup> Eine offizielle Festlegung des Internationalen Währungsfonds (IWF) fehlt. In einer Pressemitteilung äußert Direktor Strauss-Kahn: „We expect our financial assistance to be broadly in the proportion of our recent European arrangements.“ in: IMF (Hrsg.), „IMF Welcomes European Actions to Stabilize Euro Area“, Press Release IMF, No. 10/188, 9.05.2010, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10188.htm> (Abrufdatum 15.06.2010).

<sup>11</sup> Effektiv speisen sich die Kredithilfen aus 264 Mrd. € seitens des EFSF, 60 Mrd. € EU-Mittel sowie 162 Mrd. € IWF-Kreditzusagen (50 % auf der Basis erteilter EU/EFSF-Hilfen).

<sup>12</sup> Vgl. hierzu auch EZB (Hrsg.), Monatsberichte, Juni 2010, S. 33 f. Alle auch weiter unten genannten Finanzmarktdaten entstammen der EZB, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Bloomberg sowie der Citigroup.

94,1 Mrd. € an irische und 49,1 Mrd. € an portugiesische Banken. Diese Länder profitierten mit 309 Mrd. € mit über der Hälfte des Volumens von diesem Programm.

Mit Blick auf die Schuldenkrise einzelner Mitgliedstaaten hat die EZB zudem wesentliche Grundsätze ihrer bisherigen, *stabilitätsorientierten Politik* aufgegeben – (a) durch eine Absenkung ihrer Anforderungen an die *Beleibungssicherheiten* (qualitative easing) sowie (b) durch den *Ankauf von Staatsanleihen* (quantitative easing) auf dem Sekundärmarkt. Seit dem 3. Mai 2010 können griechische Staatsanleihen unabhängig von der externen Bewertung durch Rating-Agenturen zur Refinanzierung eingereicht werden.<sup>13</sup> Auf Beschluss des EZB-Rats wurde am 10. Mai 2010 mit dem Ankauf griechischer, portugiesischer und irischer Anleihen durch die Notenbanken Deutschlands, Frankreichs und Italiens mit der Zielsetzung begonnen, „den starken Spannungen in einigen Marktsegmenten entgegenzuwirken“<sup>14</sup>. In den ersten sechs Monaten hat die EZB im Umfang von 63,5 Mrd. € entsprechende Ankäufe mit abnehmender Intensität getätigt. Erst mit der Irland-Krise im November 2010 nahm das Ankaufvolumen wieder spürbar zu und betrug Ende 2010 ca. 73,5 Mrd. €. Etwa die Hälfte des Volumens entfällt auf griechische Staatsanleihen, die weitere Hälfte auf portugiesische und irische. Die Ankaufkonditionen werden grundsätzlich nicht genannt.

Da die Absicht der EZB besteht, die aufgekauften Wertschriften bis zur Fälligkeit zu halten und ein Verkauf zudem schwierig oder gar unmöglich wäre, leidet die geldpolitische Steuerungsflexibilität erheblich. Gerade vor dem Hintergrund der in der Bankenkrise erheblich ausgeweiteten Geldbasis kann die Notwendigkeit in naher Zukunft bestehen, durch die Rücknahme der Geldbasis eine Geldmengenexpansion zu vermeiden. Dies dürfte unter diesen Bedingungen stark erschwert sein, so dass *Inflationsgefahren* immanent sind.<sup>15</sup> Darüber hinaus entwickelt sich die EZB zur *Bad Bank*, die den privaten Investoren Risiken ausfallgefährdeter Staatsanleihen abnimmt und diese letztendlich auf die Bürger der EWU als Steuerzahler oder über Kaufkraftverluste abwälzt. Interessenkonflikte zwischen der Verfolgung des Ziels der Preisstabilität und der Vermeidung von Verlusten aus Anleihegeschäften durch eine inflationäre Politik liegen auf der Hand.

Problematisch an dieser Krisenpolitik der EZB ist deren *Selbstentbindung* von fundamentalen Rechtsgrundsätzen im Alleinentscheid ohne Mandat, deren ökonomischen Konsequenzen die Fundamente einer unabhängigen Geldpolitik folgeschwer verletzen. Es fehlen die *Legitimität* und die *Legalität* zur Ergreifung von Maßnahmen aufgrund eines Ausnahmenotstandes, den die EZB ohne eine externe Prüfung durch unabhängige Sachverständige selbst festgestellt hat. Das die Unabhängigkeit der EZB sichernde, regelgebundene Verhalten wurde suspendiert. Hinzu kommt die nicht erfolgte zeitliche und

<sup>13</sup> Die EZB hat für von Griechenland begebene oder garantierte Schuldtitel die Bonitätswerte für unbegrenzte Zeit außer Kraft gesetzt. Vgl. EZB (Hrsg.), „EZB gibt Änderung der Notenbankfähigkeit der von Griechenland begebenen oder garantierten Schuldtitel bekannt“, in: Pressemitteilung der EZB v. 3.05.2010, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100504.griechenland.pdf> (Abrufdatum 15.06.2010).

<sup>14</sup> EZB (Hrsg.), „EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen auf den Finanzmärkten entgegenzuwirken“, in: Pressemitteilung der EZB v. 10.05.2010, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100510.ezb.pdf>, (Abrufdatum 15.06.2010).

<sup>15</sup> Zur Diskussion der Wirkungswege der unkonventionellen geldpolitischen Instrumente und zum Vergleich der Geldpolitik der EZB, der Federal Reserve und der Bank of England vgl. Lenza/Pill/Reichlin (2010) sowie die dort angegebene Literatur. Siehe kritisch zu den inflationären Effekten auch Bernanke/Reinhart (2004).

mengenmäßige Begrenzung dieser Politik, die einen Ausstieg nicht nur erschwert, sondern aufgrund der Anpassung der Marktteilnehmer gegebenenfalls völlig entgleiten lässt. Zwischen den Maßnahmen der EZB und den Kredithilfen sowie Gewährleistungen im Rahmen des ‚Rettungsschirms‘ bestehen zwei wesentliche Unterschiede. Während der Finanzstabilisierungsmechanismus einem bei Bedarf (stand-by) durch die EU, die EURO-Länder und des IWF zu alimentierenden *fiskalischen Schuldenfonds* entspricht, dessen Finanzierung von dem EU-Rat und den nationalen Regierungen aus Haushaltsmitteln (Steuern und Kredite) übernommen wird, handelt es sich bei den Maßnahmen der EZB um *geldmengenrelevante Vorgänge*. Im Gegensatz zum Hilfsfonds, dessen Umfang durch die Refinanzierungsfähigkeiten der Geberländer begrenzt wird, bietet die EZB zudem als *Lender of last Resort* scheinbar unbegrenzte Rettungsmittel an. Von daher unterstützen die Maßnahmen des monetären Kreditbeistands den fiskalischen Beistand in jeder Hinsicht.

(3) **Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP):**<sup>16</sup> Möglichen zukünftigen Krisen soll mit einer Reform des SWP vorgebaut werden. Bislang vorgeschlagen wurden:

- der *Ausschluss* bzw. *Austritt* eines insolventen EURO-Mitglieds aus der EURO-Zone;
- ein *Entzug des Stimmrechts* für unsolide wirtschaftende EURO-Staaten;
- ein *automatischer Sanktionsmechanismus* bei Verstößen gegen die Defizitkriterien, der nur durch eine qualifizierte Ratsmehrheit außer Kraft gesetzt werden kann;
- neben dem *Defizitkriterium* eine stärkere Beachtung der *Schuldenstandshöhe*;
- eine Vorlage und Bewertung der *nationalen Haushaltsansätze* vor den nationalen Etatberatungen;
- die Einführung einer *Schuldenbremse* nach deutschem Vorbild, gekoppelt mit einer Einlagepflicht der Länder bei der EU in konjunkturell guten Zeiten;
- eine *Streichung von Mitteln* aus den Kohäsionsfonds in laufenden Defizitverfahren sowie
- ein geordnetes *Umschuldungsverfahren* (Resolvenz) für insolvente Staaten unter Beteiligung privater Anleihegläubiger (Banken/ Investmentfonds).<sup>17</sup>

Insbesondere die deutsche Regierung trat anfangs für eine Schärfung des Sanktionsmechanismus ein. Zahlreiche Mitgliedstaaten, unter anderem die mediterranen, lehnen jedoch die genannten Maßnahmen inhaltlich ab oder hegen Zweifel an der zeitintensiven Durchsetzung eines notwendigen Vertragsänderungsverfahrens in jedem Mitgliedstaat. Im Ergebnis läuft die Diskussion auf eine einvernehmliche langfristige Institutionalisierung des Finanzstabilisierungsmechanismus in Gestalt eines *Europäischen Währungs-fonds* hinaus. In diesem Rahmen werden

- die Einführung von *Gemeinschaftsanleihen* mit gesamtschuldnerischer Haftung;<sup>18</sup>
- eine *Aufstockung* des EFSF, alternativ eine erhöhte *Ausschöpfung* der beschlossenen Kreditsumme;
- die vertraglich neu einzurichtende Möglichkeit des *Ankaufs von Staatsanleihen* durch den Fonds und
- die Einführung einer *europäischen Wirtschaftsregierung* zum Zwecke einer abgestimmten Wirtschaftspolitik diskutiert.

<sup>16</sup> Vgl. European Commission (Hrsg.), Reinforcing Economic Policy Coordination, COM (2010) 250 final v. 12.05.2010.

<sup>17</sup> Zu den Vorteilen eines geordneten Insolvenz-/ Resolvenzverfahrens für Staaten siehe Paulus (2010).

<sup>18</sup> Zur möglichen Ausgestaltung von so genannten EURO-Anleihen neuer Machart vgl. Horn (2010). Siehe auch Gros/Mayer (2010: 3 f.) sowie Belke (2010: 788 ff.).

Alle letztgenannten Maßnahmen würden die Position der solventen Mitgliedstaaten schwächen. Im Rahmen einer gesamtschuldnerischen Haftung würde die effektive Haftung durch den Eintritt für im Zeitablauf der Kreditgewährung insolvent werdende Länder steigen. Der gleiche Effekt entstünde bei einer erhöhten Ausschöpfung der Kreditsumme bei unveränderter AAA-Bonität der EFSF, die nur unter einer asymmetrischen Erhöhung der Haftungsquote der solventen Mitglieder möglich wäre. Insofern wäre diese Variante sogar eine Verschlechterung ihrer Position gegenüber einer Aufstockung des EFSF, da letztere eine symmetrische Steigerung der Gewährleistungen beinhaltet. Schließlich soll die Möglichkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch den EFSF die Maßnahmen der EZB ablösen. Damit diese Politik im Sinne einer Kursstützung erfolgreich verläuft, ergibt sich die Notwendigkeit eines überaus schnellen Markteingriffes. Damit wird eine Legitimation durch den Rat unmöglich. Da bislang der Rat mit qualifizierter Mehrheit den EFSF-Hilfen zustimmen muss, wäre ein Ankauf (gerade begebener) Staatspapiere eine faktische Umgehung dieser Zustimmungspflicht. Zudem wird eine Restrukturierung von Staatsschulden zu günstigeren als den Marktkonditionen durch den Ankauf von Staatsanleihen über die EFSF diskutiert.

Mit dem Finanzstabilisierungsmechanismus wird eine gegenüber der Griechenlandhilfe vom Umfang und von den Grundsätzen her völlig neue Qualität erreicht. Der SWP als Grundlage der Zustimmung Deutschlands zur Einführung des EURO ist faktisch suspendiert. Die aufgeführten Elemente des ‚Rettungsschirms‘ und seine Einbindung in den Finanzstabilisierungsmechanismus stellen die EWU auf eine *neue Geschäftsgrundlage*. Die bisherige Umgehung einer im Prozess der Beteiligung der Nationalstaaten umständlichen und im Erfolg ungewissen Vertragsänderungsprozedur zeigt das Selbstverständnis der EU-Kommission und des EU-Rats. Der vermeintliche Rückgriff zur Rechtfertigung auf „Maßnahmen ..., um a) die Koordinierung und Überwachung ihrer Haushaltsdisziplin zu verstärken [und] b) für diese Staaten Grundzüge der Wirtschaftspolitik auszuarbeiten, wobei darauf zu achten ist, dass diese mit [denen der Wirtschaftspolitik der EU] vereinbar sind“, (Art. 136 AEUV) sollte zumindest deutschem Recht widersprechen (Kerber 2010: 13 ff.). Die neuen Grundsätze der Währungsunion werden langfristig einen Souveränitätsverlust der Mitgliedstaaten zur Folge haben. Sie beinhalten zugleich eine schleichende Staatswerdung der EU und einen Schritt über die Schwelle hinweg zum Bundesstaat. Entsprechende Mechanismen eines EU-Finanzausgleiches wären fortan immanent.

Am 16. Dezember 2010 einigten sich die EU-Staats- und Regierungschefs auf die Einrichtung eines dauerhaften *Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM)*, der mit Beginn des Jahres 2013 in Kraft treten und den EFSM ablösen soll. Danach soll Art. 136 AEUV nach einem Formulierungsvorschlag des EU-Ratspräsidenten *Van Rompuy* um einen Absatz (3) ergänzt werden: „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“<sup>19</sup>

Mit diesem Beschluss wird der augenblickliche Krisenmechanismus dauerhaft institutionalisiert und gegen verfassungsrechtliche Einsprüche durch vertragliche Ergänzungen abgesichert. In einem zwar vereinfachten, dennoch aber langwierigen und im Ergebnis

<sup>19</sup> Europäischer Rat, Übermittlungsvermerk, Tagung des Europäischen Rates 16./17. Dezember 2010, Schlussfolgerungen, EUCO 3010 CO EUR 21 CONCL 5 v. 17.12.2010. Dieser Zusatz soll die Rechtfertigung über Art 122 Abs. 2 AEUV zukünftig ersetzen.

durchaus unsicheren *Vertragsänderungsverfahren* könnte die Ratifizierung nach den Regeln der einzelnen Mitgliedstaaten erfolgen. Damit wäre dem EUV eine wesentliche Komponente in Richtung einer bundesstaatlichen Ausrichtung hinzugefügt, die vermutlich mit erheblichen und dauerhaft wiederkehrenden Transferleistungen der solventen Mitgliedstaaten zugunsten faktisch zahlungsunfähiger Teilnehmerländer begleitet würde. Als Folge wären politische Spannungen zwischen den Geber- und Nehmerländer immanent.

Zugleich wäre die Chance vertan, den auf Selbstverantwortung der Nationalstaaten und marktwirtschaftlicher Steuerung beruhenden EUV i. d. F. v. Lissabon mit einer funktionsfähigen Währungsunion zu krönen. Ein solcher ordnungspolitisch konformer Krisenmechanismus hätte auf vier Säulen zu ruhen:<sup>20</sup>

- dem Fortbestand des monetären (Art. 123 AEUV) und des fiskalischen (Art. 125 AEUV) Bail-out-Verbots;
- einer Reinstitutionalisierung oder gar Verschärfung des SWP im Sinne quasi-automatischer Sanktionen bei Verstößen gegen die Verschuldungsregeln, die allenfalls fallweise und zeitlich befristet durch eine qualifizierte Mehrheit der Mitgliedstaaten außer Kraft gesetzt werden können;
- einer geregelten Insolvenzordnung unter vorrangiger Beteiligung der Anleihegläubiger, gegebenenfalls unter dem Schutzschirm eines Europäischen Währungsfonds sowie
- einer Bankenregulierung, die durch marktkonforme Vorkehrungen systemische Bankenrisiken im Vorhinein vermeiden hilft.

## 2. Quantifizierung der Belastungen aus der Gewährleistungshilfe für Deutschland

Welche Belastungen ergeben sich für die öffentlichen Haushalte in Deutschland sowie die deutsche Volkswirtschaft insgesamt? Im günstigsten Fall stellen die Kredithilfen der von den Mitgliedstaaten der EURO-Zone zu gründenden Zweckgesellschaft und die damit verknüpften Gewährleistungen der Bundesrepublik Deutschlands lediglich *Liquiditätshilfen* für einen kurzen Zeitraum dar, die verzinslich zurückzahlbar sind. Sodann ist nicht sicher, ob die Kredite im Laufe der drei Jahre überhaupt vollständig abgerufen werden. Schließlich könnte der deutsche Staat als Gesellschafter der Zweckgesellschaft aus der Zinsdifferenz von günstiger Kreditaufnahme und Abgabe zu erhöhten Zinsen sogar Mehreinnahmen verbuchen, sollten die Kreditverträge ohne Forderungsausfall erfüllt werden. Unter ungünstigen Bedingungen – und hierfür wurde der ‚Rettungsschirm‘ errichtet – wird die marktliche Bewertung des Ausfallrisikos durch die *Inanspruchnahme der Ausfallbürgschaft* ersetzt. Zudem ist das Volumen der maximal 750 Mrd. €-Kredit Hilfe bei Ausweitung der Krise keinesfalls ausreichend. Dies zeigt auch die Einrichtung eines dauerhaften Krisenmechanismus.

Es sollte nicht verschwiegen werden, dass die Alternative der oben skizzierten *Vier-Säulen-Politik* keinesfalls kostenlos ist. Solange keine wirksamen Vorkehrungen zur Verhinderung systemischer Bankenrisiken errichtet und wirksam sind, müssen bei Prüfung des Einzelfalls unter Beteiligung der Gläubiger und Aktionäre notfalls (national-)staatliche *Hilfen zur Bankenrettung* greifen. Bei marktlichen Lern- und Anreizeffekten dürfte diese Lösung allerdings in der langen Frist eine effiziente Alternative bieten.

<sup>20</sup> Siehe Konrad (2010); Gros und Mayer (2010); Belke (2010); Paulus (2010); Horn (2010); Deubner (2010).

## 2.1 Kostenwirkungen

Welche Belastungen könnten sich aus dem deutschen Zustimmungsgesetz für die Bundesrepublik ergeben? Wie der Rückblick auf die Entwicklung der europäischen Staatsschuldenkrise und die damit verbundenen Destabilisierung der EWU zeigt, sind die zukünftigen Ereignisse kaum kalkulierbar. Um dennoch eine Abschätzung der Belastungswirkungen vorzunehmen, wird auf der Datenbasis der Griechenlandhilfe und deren Konditionen eine *Hochrechnung* vorgenommen. Damit entsprechen die Darlehensbedingungen der Kreditfazilität denen der im Rahmen der an die Hellenische Republik von den EURO-Mitgliedstaaten ausgereichten Kredite, wie dies nach Abs. 1 Präambel des EFSF-Rahmenvertrages vorgesehen ist. Dies erscheint auch deshalb als legitim, da sich die Verhältnisse im hilfeauslösenden Krisenfall ähneln sollten (*ultima ratio*).

Eine hohe potenzielle Belastung ergibt sich aus dem *Ausfallrisiko von Krediten aus dem Rettungsschirm*. Die Märkte geben Informationen, wie Marktteilnehmer die Kosten eines potenziellen Kreditausfalls/ einer Zahlungsstörung bewerten. Das Risiko eines (teilweisen) Zahlungsausfalls bzw. von Zahlungsstockungen ließen sich Investoren zum Stand 4. Mai 2010 bei einer griechischen Staatsanleihe mit fünfjähriger Laufzeit und einem Volumen von 10 Mio. € mit einer jährlichen Versicherungsprämie von 683.200 € bezahlen. Das Datum wurde bewusst auf einen Zeitpunkt gelegt, zu dem Griechenland nach Ansicht von Marktteilnehmern in absehbarer Zeit voraussichtlich zahlungsunfähig werden würde. Das Ausfallrisiko dieser Liquiditätshilfen innerhalb dieser fünf Jahre liegt demnach unter Berücksichtigung von Abzinsungseffekten bei 50 %.<sup>21</sup>

Auf der Basis von 148 Mrd. € als deutscher Anteil an den *Gewährleistungshilfen der Zweckgesellschaft* würde dies einen marktlich kalkulierten Ausfallbetrag von 74,0 Mrd. € (50 %), respektive 59,2 Mrd. € (40 %) ausmachen. Dies entspricht zugleich dem Gegenwert, der mit Deutschland maximal vereinbarten und kostenfrei zu vergebenden Bürgschaft. Denkbar wäre es nämlich auch gewesen, dass die Schuldnerländer ihren Kreditgebern entsprechende Sicherheiten als CDS-Absicherungen oder in Form von Avalkrediten zur Verfügung stellen würden. Entsprechend teuer käme die Kreditnahme für diese Staaten (Sinn 2010: 6). Hinzu kommt das *Ausfallrisiko aus dem EU-Kredit*. Die EURO-Länder haften entsprechend ihrem Kapitalanteil an der EZB für die EU-Kredite in Höhe von angenommenen 60 Mrd. €. Unter dem angenommenen Ausfallrisiko von 50 % (40 %) und einem Kapitalanteil in Höhe 27 % entfiel auf Deutschland ein Betrag von 8,1 (6,5) Mrd. €. Des Weiteren sind *IWF-Kredite* im Umfang von 220 bis 250 Mrd. € bei einem Forderungsausfall erstrangig zu bedienen. Etwaige Ausfälle trägt die gesamte Mitgliedschaft der „Kreditgenossenschaft“ anteilig. Entsprechend seinem Kapitalanteil von 6 % haftet Deutschland bei voller Vergabe dieser Kreditlinie und einem Ausfallrisiko von 50 % (40 %) mit ca. 7,0 (6,0) Mrd. €.

Ein weiteres Kostenelement stellen mögliche negative *Bonitätswirkungen* dar, die langfristig und bei fortgesetzter Alimentierung fallierender Staaten für Deutschlands auftreten können. Der Negativeffekt ergibt sich nicht nur in Abhängigkeit vom Ausfall(risiko) und dessen quantitativem Umfang, sondern auch aufgrund eines mit dem Zinsanstieg verbundenen geringeren Potentialwachstums. Ein Anstieg der Renditen um 1 %-Punkt

<sup>21</sup> Die Betrachtung setzt einen internen Zins von 12,98 % p. a. voraus. Legt man den internen Zins auf 5,31 % p. a., so entspräche dies einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 40 %. Der Zins lässt sich in einer endlichen geometrischen Reihe bei vorausgesetzter/ gegebener Ausfallwahrscheinlichkeit nur numerisch bestimmen.

würde den jährlichen *Zinsendienst* der öffentlichen Haushalte in Deutschland auf der Basis des heutigen Schuldenstands von 1,8 Bill. € langfristig mit jährlich 18 Mrd. € belasten.

Bei der Kreditvergabe über die Zweckgesellschaft übernehmen die Mitgliedstaaten anteilig die Gewährleistung. Da die Kreditgeber die Sicherheiten der einzelnen Mitgliedstaaten jedoch unterschiedlich und zumeist niedriger als die einer von der Bundesrepublik gegebenen Gewährleistung bewerten, wird die Kreditaufnahme *ceteris paribus* zu einem Zins erfolgen, der höher ist als der einer Bundesanleihe und der zugleich niedriger ist als der von Anleihen ebenfalls gefährdeten Staaten. Von daher partizipiert die Zweckgesellschaft von der guten Bonität Deutschlands, das selbst durch diesen Sicherheiten-Transfer einen Bonitätsabschlag erfahren wird. Während beispielsweise eine fünfjährige Anleihe der EU-Kommission am 10. Dezember 2010 mit 2,57 % p. a. rentierte, betrug der Zins einer entsprechenden Bundesanleihe 1,98 % p. a. Mit der Verabschiedung der Irlandhilfe stieg die Risikoprämie deutscher Anleihen sprunghaft von 40 auf 58 Basispunkte.

Im Rahmen der Griechenland-Kredite wurde ein *Ausgleich der Finanzierungskosten* für die Zinslasten der aufzunehmenden Kredite zwischen den Geberländern vereinbart. Sollte ein Land aufgrund seiner schlechten Bonität einen Zinssatz von mehr als dem aktuellen Griechenlandkreditzins von etwa 4 % p. a. auf dem Kapitalmarkt zahlen müssen – Beispiel Portugal –, so erklären sich die anderen Länder bereit, die entstehenden Differenzgewinne und -verluste auszugleichen. Es entsteht der Effekt einer Gemeinschaftsanleihe, die seinerzeit u. a. aus diesen Gründen von der Bundesregierung abgelehnt wurde.

Die *Vergemeinschaftung der nationalen Bonitätsdifferenzen* findet bereits über die Kreditgesellschaft statt, die der EURO-Zone bei Konvergenz der nationalen Renditen den Charakter einer Zinsunion gibt (Schnellenbach 2010: 5). Infolge entstehen Fehlanreize: Die Kosten der Bonitätsverschlechterung treffen den Verursacher nur marginal und entfalten deshalb nur geringe Sanktionswirkungen. Die anteilig gesamtschuldnerische Haftung verleitet die Kreditgeber zu einer nachlässigen Bonitätsprüfung. Schließlich verlieren die noch solventen Mitglieder das Interesse an einer strengen Haushaltsdisziplin, denn nur so werden sie von ihrer ‚Retterposition‘ entbunden (Konrad 2010: 784 f.).

Hinzu kommt, dass mit der Kredithilfe auf Dauer ein *Verdrängungseffekt* privater Investoren (*Crowding-out-Zinseffekt*) durch die zusätzliche staatliche Kreditnachfrage auf dem Kapitalmarkt entstehen kann. Lediglich bei einer Unterauslastung der Produktionskapazitäten und einer Niedrigzinspolitik der Zentralbank verliert der Verdrängungseffekt an Bedeutung. Deutsche Unternehmen, die Kredite für Investitionen, sowie Haushalte, die Konsumkredite nachfragen, erhalten diese unter Umständen nur zu einem höheren Zinssatz. Die mögliche Behinderung der privaten Kreditnachfrage würde tendenziell zu sinkenden Investitionen und einem Rückgang des langfristigen Wachstums in der Bundesrepublik Deutschland führen.

Sodann hat die EZB ihre Bonitätsschwellen für refinanzierungsfähige Sicherheiten abgesenkt und hält derzeit beispielsweise griechische Staatsanleihen im Umfang von 40 Mrd. € zur *Refinanzierung* als Aktiva. Bei einem Zahlungsausfall mit nachfolgender Umschuldung würde die Gewinn- und Verlustrechnung der EZB mit einer angenommenen Ausfallquote von 50 % (40 %) mit erheblichen Abschreibungen belastet. Entsprechend säne der Zentralbankgewinn um diesen Betrag. Bei einem Kapitalanteil Deutschlands an der EZB von ca. 27 % entstände der Bundesrepublik dann ein einmaliger Ausfall in Höhe von ca. 5,4 (4,3) Mrd. €.

Außerdem hat die EZB beschlossen, auf dem *Sekundärmarkt* Anleihen insolvenzgefährdeter Staaten aufzukaufen. Bei einem Ausfall dieser Forderungen kommen auf die EZB deshalb Verluste in Höhe der Verzichtquote einer Umschuldung zu. Allein der Refinanzierungsbedarf ohne die Neuverschuldung beträgt für Griechenland, Portugal, Spanien und Irland bis 2013 ca. 867 Mrd. €. Sollte etwa die Hälfte dieser Papiere durch die EZB angekauft werden, entstünde bei einer angenommenen Ausfallquote von 50 % (40 %) ein Verlust von 217 (173) Mrd. €. Entsprechend dem EZB-Kapitalanteil beliefen sich die Lasten für die Bundesrepublik auf 59 (47) Mrd. €.

Sollte die EZB im Rahmen einer Sterilisierung Geldmarktpapiere verkaufen, steigt c. p. der Marktzins für Kredite in diesem Kapitalmarktsegment. Damit verteuert sich zugleich die *Refinanzierung* der Banken und öffentlichen Haushalte in Deutschland zugunsten einer indirekten Liquiditätshilfe für solvenzgefährdete Staatshaushalte.

Die Kredit- und Gewährleistungshilfen sowie die geldpolitischen Eingriffe der EZB haben die risikoabhängige und disziplinierend wirkende Zinsspreizung zwischen den EURO-Ländern nivelliert. Die Kreditnahme für Investitionen kann in den finanzierenden Staaten durch steigende Zinsen erschwert werden. Die Umlenkung der Kapitalströme mindert in diesem Fall deren *Wachstumsdynamik*. Eine Reduktion der Wachstumsrate um einen Prozentpunkt bedeutet für die Bundesrepublik einen Wohlstandsverzicht von etwa 25 Mrd. € jährlich ohne die Berücksichtigung des im Zeitablauf zunehmenden Niveaueffektes. Unter den beispielsweise in Griechenland und Portugal vorliegenden staatlichen und ordnungspolitischen Strukturen ist zudem mit einer minderproduktiven bzw. konsumtiven Verwendung dieser umgelenkten Kredite zu rechnen, so dass das durchschnittliche Wachstum der EURO-Staaten insgesamt abnehmen dürfte (Sinn 2010: 6 ff.).

Im Ergebnis führen die Kredit- und Gewährleistungshilfen bereits jetzt und selbst bei vollständiger Rückzahlung zu einer merklichen Belastung in Deutschland – auch abseits öffentlicher Haushalte direkt bei seinen Bürgern. Bei einem Szenario mit erheblichen Forderungsausfällen der hilfenehmenden Staaten können auf die Bundesrepublik ohne die gezeigten Wachstumseinbußen hingegen Kosten von über 160-200 Mrd. € zukommen.

## 2.2 Direkte und indirekte Subventionen

Die *Kredit- und Gewährleistungshilfen* haben für das begünstigte Land einen erheblichen Subventionscharakter. Um den Umfang direkter und indirekter Subventionen zu verdeutlichen, werden die Konditionen der Griechenland- bzw. Irlandhilfe beispielhaft herangezogen. Der Zinssatz dieser Kredithilfen der EURO-Länder liegt aktuell bei 4 % p. a., bei einer tilgungsfreien Laufzeit von drei Jahren.<sup>22</sup> Ausgangsbasis dieser Zinssetzung ist der Euribor von 0,6 % p. a. Darauf wird ein Laufzeitenaufschlag von 3 %-Punkten zuzüglich einer Bearbeitungsgebühr von 0,5 %-Punkten gelegt. Bei einer längeren Laufzeit erhöht sich der Aufschlag auf 4 %-Punkte. Wird der Rückzahlungstermin verpasst, kommt ein Strafzins auf die ausgefallene Rate von 2 %-Punkten hinzu. Legt man den Marktzins für zweijährige griechische Anleihen zum Zeitpunkt des Hilfesuches zugrunde, so würde sich eine Subventionsrate aus der Differenz zwischen 17,5 % - 4 % = 13,5 % ergeben. Multipliziert mit einem Kreditvolumen von 750 Mrd. € beträgt

<sup>22</sup> Der IWF-Kredit ist noch niedriger verzinst. Für 8,2 Mrd. € verlangt der Fonds lediglich 1,28 % p. a., Beträge darüber hinaus werden mit 3,28 % p. a. verzinst. Auf diese Sätze kommt eine Bearbeitungsgebühr von 0,5 %. Die EU berechnet für ihren Irland-Kredit 6 % p. a.

der Absolutbetrag der Subvention jährlich 101 Mrd. €. Da – zumindest theoretisch – der deutsche Staat diese Kredithilfen auch zu Marktkonditionen hätte vergeben können, entfällt auf Deutschland ein Einnahmeverzicht in Höhe von 20 Mrd. € jährlich.<sup>23</sup> Solch hohe Risikoprämien am Markt sind jedoch nicht zuletzt aufgrund eines damit verbundenen Anstiegs der Ausfallwahrscheinlichkeit und eines *circulus vitiosus* unrealistisch. Nimmt man deshalb realistische Risikoprämien (Subventionsraten) von 9 % (Griechenland) und 6 % (Irland) an, so ergeben sich Absolutbeträge von 68 (45) Mrd. € auf der Basis einer Kreditsumme von 750 Mrd. €. Für Deutschland ergeben sich hieraus Subventionslasten von 13,6 bzw. 9,0 Mrd. € jährlich.

Darüber hinaus schleust die EZB den Zinssatz für Kredite ausfallgefährdeter Staaten durch den *Ankauf* dieser Anleihen auf dem Sekundärmarkt nach unten. Wenngleich das Beispiel nur eine sehr begrenzte Übertragbarkeit bietet, so fielen sofort nach Ankauf griechischer Staatsanleihen Mitte Mai 2010 die Risikoaufschläge für zweijährige Titel von 18 auf 6,5 %. Für italienische Staatsanleihen fiel dieser Effekt lagebedingt wesentlich geringer aus. Auf der Basis des Refinanzierungsbedarfes von Griechenland, Portugal, Spanien und Irland bis 2013 in Höhe von ca. 867 Mrd. € und einer Kreditnahme auf dem freien Kapitalmarkt in Höhe von 50 % dieser Summe – die andere Hälfte wird anahmegemäß unter dem ‚Rettungsschirm‘ finanziert – ergibt sich bei Reduktion der Risikoprämie um 2 %-Punkte ein langfristiger Vorteil dieser Länder in Höhe von 8,7 Mrd. € jährlich.

Hinzu kommt die *Liquiditätsversorgung der Banken* durch die geldpolitischen Operationen der EZB, die gerade von Instituten der Krisenländer in Anspruch genommen wird, deren Zugang zum Interbankenmarkt gestört ist. Bei einer Vollzuteilung zu einem Zinssatz von 1 % p. a. stellen diese Konditionen ein erhebliches Subventionselement dar. Geht man ähnlich den irischen/ griechischen Staatsanleihen von einer Risikoprämie von 6-9 % aus, so geht das Kreditvolumen von 300 Mrd. € an spanische, griechische, irische und portugiesische Banken mit einer jährlichen Zinssubvention von 18-27 Mrd. € einher (Belke 2010: 786 f.).

Einen besonderen Subventionstatbestand liefert § 26 Nr. 2 Solvabilitätsverordnung (SolvV), nach der deutsche Kreditinstitute von einer Unterlegungspflicht mit Eigenkapital bei Anleihen von Staaten des europäischen Währungsraumes generell befreit sind. Dies verbilligt die Investition in risikobehaftete Staatspapiere gegenüber Anlagen gleicher Risikoklasse und erklärt unter anderem die Attraktivität dieser Staatspapiere bei deutschen Banken.

### 2.3 Modifikation durch den Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM)

An den Grundsatzbeschluss des Europäischen Rates zur Einrichtung eines dauerhaften *Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM)*<sup>24</sup> waren Erwartungen hinsichtlich einer Beteiligung der privaten Gläubiger und einhergehend einer Entlastung der Steuerzahler geknüpft. Während eine *Beteiligung des Privatsektors* in dieser Entschließung für den laufenden ‚Rettungsschirm‘ ausdrücklich ausgeschlossen wird, ist sie bei einer Aktivierung des neu zu errichtenden Krisenmechanismus zumindest potenziell vorge-

<sup>23</sup> Der Betrag von 20,25 Mrd. € ergibt sich, wenn man den EZB-Kapitalschlüssel (27 %) auf  $\frac{2}{3}$  der Gesamtsumme von 101,25 Mrd. € und den IWF-Anteil (6 %) auf  $\frac{1}{3}$  der Gesamtsumme anwendet.

<sup>24</sup> Siehe Europäischer Rat, Übermittlungsvermerk, Tagung des Europäischen Rates 16./17. Dezember 2010, Schlussfolgerungen, EUCO 3010 CO EUR 21 CONCL 5 v. 17.12.2010.

sehen.<sup>25</sup> Ausgangspunkt ist eine von der EU-Kommission und dem IMF unter Beteiligung der EZB durchgeführte *Schuldentragbarkeitsanalyse*. Kommen die Minister der EURO-Gruppe auf der Basis dieser Untersuchung zu dem Schluss, dass die Solvenz des betreffenden Landes gesichert ist, so können sie einstimmig Finanzhilfen beschließen. In diesem Fall würde an die privaten Gläubiger lediglich appelliert, ihr finanzielles Engagement aufrechtzuerhalten. Es bleibt jedoch die Frage, wie die Feststellung der Zahlungsfähigkeit eines Landes mit der Bewilligung von Liquiditätshilfen vereinbar ist.

Lediglich für den *Insolvenzfall* ist mit den privaten Gläubigern ein umfassender Restrukturierungsplan auszuhandeln. Zur Erleichterung einer Umschuldung werden ab Juni 2013 deshalb standardisierte Umschuldungsklauseln (collective action clauses – CAC) in einer die Marktliquidität wahren Form in die Vertragsbedingungen aller neuen Staatsanleihen des EURO-Raumes aufgenommen. Für den Fall der Zahlungsunfähigkeit könnten die Gläubiger dann mit qualifizierter Mehrheit rechtsverbindliche Änderungen der Zahlungsbedingungen (Zahlungsmoratorium, Verlängerung der Restlaufzeit, Senkung des Zinssatzes und/ oder Forderungsabschläge („haircut“)) beschließen. Auf der Grundlage dieser Umschuldung können weitere ESM-Kredite den Restrukturierungsprozess unterstützen.

Obwohl die ESM-Kredite den Status *bevorrechtigter Forderungen* erhalten sollen, bleiben dennoch Fragen offen. Nach der Vergabe von ESM-Hilfen sind die Anreize zur Vermeidung einer offenen Insolvenz des kreditnehmenden Landes seitens der EU relativ hoch, da sie einem Eingeständnis einer unzutreffenden Schuldentragbarkeitsanalyse gleich käme. Für diesen Fall wäre deshalb ein freiwilliger Forderungsverzicht des ESM denkbar. Sodann beinhalten jegliche Finanzierungshilfen des ESM die Gefahr einer Insolvenzverschleppung, bei der letztlich auch systemrelevante private Gläubiger zulaufen des ESM freigehalten werden müssten. Darüber hinaus garantiert eine bevorrechtigte Forderung keinesfalls eine 100 %ige Bedienung, da ein Teilverzicht gegebenenfalls opportun sein kann. Schließlich dürften zukünftige private Kreditgeber einen Risikoaufschlag einkalkulieren, der den Zugang des Landes zum freien Kapitalmarkt weiter erschweren wird.

### 3. Zusammenfassende Würdigung

Der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), von deutscher Seite durch das *Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen des europäischen Stabilisierungsmechanismus* (StabMechG) unterstützt, setzt den Stabilitäts- und Wachstumspakt als Grundlage der Europäischen Währungsunion außer Kraft. Mit der faktischen Suspendierung des Verbots des finanziellen Beistands (Art. 125 AEUV) sowie des Verbots der monetären Finanzierung von Staatshaushalten (Art. 123 AEUV) wird die Übernahme von Risiken und finanziellen Lasten hoch verschuldeter EURO-Staaten auf die noch solventen Mitgliedstaaten institutionalisiert. Als neue, von den Mitgliedstaaten und insbesondere deren Bürgern nicht legitimierte Geschäftsgrundlage ergibt sich eine Transferunion. Dabei hat die EZB ihre Unabhängigkeit zugunsten einer politischen Führung verloren und kann das vertraglich festgeschriebene Ziel der Preisstabilität aufgrund von Interessenkonflikten nicht mehr vorrangig verfolgen. Die bereits jetzt spürbaren Fliehkräfte der Währungsunion werden ansteigen. Auch ohne die Inanspruchnahme der

---

<sup>25</sup> Siehe ebenda, Anlage II.

Kredit- und Gewährleistungshilfen kann es durch eine verzerrte Renditestruktur und einen Verdrängungseffekt privater Investitionen zu Belastungen für die deutsche Volkswirtschaft kommen. Damit sind die in Gang gesetzten Maßnahmen aus ökonomischer Sicht für das Ziel der Finanzstabilität der EWU weder geeignet noch erforderlich, geschweige denn verhältnismäßig. Die Alternative der Inkaufnahme eines geordneten Staatsbankrotts wäre selbstverständlich nicht ohne erhebliche Kosten. Allerdings wäre deren Zurechnung marktgerechter und die Einhaltung EU-vertraglicher Regelungen für zukünftige Anreize zu soliden Haushaltspolitiken ordnungspolitisch zielführender gewesen.

## Literatur

### a) Bücher und Aufsätze

- Belke, A. (2010), Eine neue Schuldenordnung für Euro-Staaten – Stärkung der Governance durch einen Europäischen Währungsfonds? *Wirtschaftsdienst* 90: 786-793.
- Bernanke, B. S., V. R. Reinhart (2004), Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates. *American Economic Review, Papers and Proceedings* 94: 85-90.
- Deubner, Ch. (2010), Optionen fiskal- und schuldenpolitischer Koordinierung in der Eurozone. *Wirtschaftsdienst* 90: 800-804.
- Gros, D., Th. Mayer (2010), How to Deal With Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund now! CEPS-Policy Brief 202, Febr. 2010, updated 17. März 2010.
- Herrman, Ch. (2010), Griechenlands Tragödie – der währungsverfassungsrechtliche Rahmen für die Rettung, den Austritt oder den Ausschluss von überschuldeten Staaten aus der Eurozone. *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 21: 413-418.
- Horn, N. (2010), Rechtsfragen einer Schuldenordnung für EU- und Euro-Staaten – Externe Anleihen und Bankkredite. *Wirtschaftsdienst* 90: 797-800.
- Kerber, M. C. (2010), Nach der Entscheidung: Anmerkungen zum Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 30.6.2009. S. 3-21 in: M. C. Kerber u. a. (Hrsg.), *Der Kampf um den Lissabon-Vertrag*. Stuttgart.
- Knopp, L. (2010), Griechenland-Nothilfe auf dem verfassungsrechtlichen Prüfstand. *Neue Juristische Wochenschrift* 63: 1777-1782.
- Konrad, K. A. (2010), Eine Frage der Glaubwürdigkeit. *Wirtschaftsdienst* 90: 783-786.
- Kube, H., E. Reimer (2010), Grenzen des Europäischen Stabilisierungsmechanismus. *Neue Juristische Wochenschrift* 63: 1911-1916.
- Lenza, M., H. Pill, L. Reichlin (2010), Monetary Policy in Exceptional Times. *Economic Policy* 62: 297-339.
- Neyer, U. (2010), Unkonventionelle Maßnahmen der EZB im Zuge der Finanzkrise – eine kritische Würdigung. *Wirtschaftsdienst* 90: 503-507.
- Paulus, Ch. G. (2010), Resolvenzrecht als Mittel zur Haushaltsdisziplin. *Wirtschaftsdienst* 90: 793-797.
- Reuter, W. (2010), „Schlimmer Verdacht“. *Der Spiegel*, Hamburg, Nr. 22/2010 v. 31.05.2010: 75 f.
- Schnellenbach, J. (2010), Der Bailout Griechenlands und seine institutionellen Folgen. *IFO-Schnelldienst* 63: 3-6.
- Sinn, H.-W. (2010), Die Bedeutung des Gewährleistungsgesetzes für Deutschland und Europa. *IFO-Schnelldienst* 63: 3-9.
- Trichet, J.-C. (2010), Interview „Ich habe mein Leben lang gegen Inflation gekämpft“. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Frankfurt, 22.05.2010: 12.

## b) Sonstiges

- Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 27 des Gesetzes vom 8. Dezember 2010 (BGBl. I S. 1864) geändert worden ist.
- Council of the European Union, Council conclusions, Economic and Financial Affairs – Council Extraordinary meeting v. 9./10.05.2010, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/Conclusions\\_Extraordinary\\_meeting\\_May2010-EN.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/Conclusions_Extraordinary_meeting_May2010-EN.pdf), (Abrufdatum 2.11.2010).
- Council of the European Union, Press Release 9596/10 (Presse 108) v. 9./10.05.2010.
- Deutscher Bundestag (2010), Gesetzentwurf der Fraktionen CDU/CSU und FDP, Entwurf eines Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus, Deutscher Bundestag, 17. Wahlperiode, Drucksache 17/1685, 11.05.2010.
- Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) – Rahmenvertrag.
- Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) – Satzung.
- Europäischer Rat, Übermittlungsvermerk, Tagung des europäischen Rates 16./17. Dezember 2010, Schlussfolgerungen, EUCO 3010 CO EUR 21 CONCL 5 v. 17.12.2010.
- European Commission (Hrsg.), Reinforcing Economic Policy Coordination, COM (2010) 250 final v. 12.05.2010.
- EZB (Hrsg.), „EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen auf den Finanzmärkten entgegenzuwirken“, in: Pressemitteilung der EZB v. 10.05.2010, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100510.ezb.pdf>, (Abrufdatum 15.06.2010).
- EZB (Hrsg.), „EZB gibt Änderung der Notenbankfähigkeit der von Griechenland begebenen oder garantierten Schuldtitel bekannt“, in: Pressemitteilung der EZB v. 3.05.2010, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100504.griechenland.pdf> (Abrufdatum 15.06.2010).
- EZB (Hrsg.), Monatsberichte, Juni 2010, Frankfurt.
- Gesetz über das Bundesverfassungsgericht (BVerfGG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 11. August 1993 (BGBl. I S. 1473), das durch Artikel 11 des Gesetzes vom 22. Dezember 2010 (BGBl. I S. 2248) geändert worden ist.
- Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus (StabMechG bzw. EStabG) vom 22. Mai 2010 (BGBl. I S. 627).
- Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland (GG) in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch das Gesetz vom 21. Juli 2010 (BGBl. I S. 944) geändert worden ist.
- IMF (Hrsg.), „IMF Welcomes European Actions to Stabilize Euro Area“, Press Release IMF, No. 10/188, 9.05.2010, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10188.htm> (Abrufdatum 15.06.2010).
- Konsolidierte Fassungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (2008/C 115), EUV i. d. F. v. Lissabon.
- Rat der Europäischen Union, Vermerk SN 2564/1/10 REV 1 v. 10. Mai 2010.
- Verfassungsbeschwerde gegen das Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen des europäischen Stabilisierungsmechanismus (StabMechG) (AZ 2BvR 1219/2010) v. 1.06.2010.
- VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 v. 10. Mai 2010).

Prof. Dr. Dirk Meyer, Institut für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Ordnungsökonomik, Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg, 22043 Hamburg, Germany. [dirk.meyer@hsu-hh.de](mailto:dirk.meyer@hsu-hh.de)