



**SACHVERSTÄNDIGENRAT**

zur Begutachtung der  
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

# **Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen**

**Sondergutachten gemäß § 6 Absatz 2 Satz 1 des Gesetzes  
über die Bildung eines Sachverständigenrates zur Begut-  
achtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung**

**5. Juli 2012**

## **Mitglieder des Sachverständigenrates:**

**Professor Dr. Peter Bofinger**

**Professor Dr. Claudia M. Buch**

**Professor Dr. Lars P. Feld**

**Professor Dr. Dr. h.c. mult. Wolfgang Franz, Vorsitzender**

**Professor Dr. Christoph M. Schmidt**

**Sachverständigenrat zur Begutachtung  
der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung  
Statistisches Bundesamt**

**65180 Wiesbaden**

**Tel.: 0049 611 / 75 2390 / 3640 / 4694**

**Fax: 0049 611 / 75 2538**

**E-Mail: [srw@destatis.de](mailto:srw@destatis.de)**

**Internet: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de>**

**Druck: Statistisches Bundesamt, 65189 Wiesbaden**

## VORWORT

1. Die von der sich immer weiter verstärkenden systemischen Krise der Währungsunion ausgehenden Gefahren für die ökonomische Stabilität Deutschlands veranlassen den Sachverständigenrat, der Bundesregierung ein Sondergutachten gemäß § 6 Absatz 2 Satz 1 des Gesetzes über die Bildung eines Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung<sup>1</sup> vorzulegen. In diesem Gutachten werden Wege aufgezeigt, wie die Staatsschuldenkrise beendet werden kann und welche Maßnahmen nötig sind, um den Bankensektor nachhaltig zu stabilisieren. Es trägt den Titel:

### „Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen“

2. Die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums haben auf der Tagung des Europäischen Rates am 28./29. Juni 2012 Entscheidungen zur kurzfristigen Stabilisierung der Lage im Euro-Raum getroffen. Diese dürften den Problemländern zwar zu einer Atempause verhelfen; sie sind aus Sicht des Sachverständigenrates aber nicht dazu geeignet, die Krise zu beenden. Die mit den jetzt beschlossenen Maßnahmen gewonnene Zeit sollte daher dazu genutzt werden, möglichst bald umfassende Lösungen zu implementieren, die den Teufelskreis aus Bankenkrise, Staatsschuldenkrise und makroökonomischer Krise durchbrechen und das verlorengegangene Vertrauen in die Stabilität und Integrität der Währungsunion wiederherstellen.

3. Der Sachverständigenrat leitet das Sondergutachten gemäß § 6 Absatz 2 Satz 3 des Gesetzes über die Bildung eines Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung der Bundesregierung zu; hinsichtlich des Zeitpunktes der Veröffentlichung führt er das Einvernehmen mit dem Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie herbei.

Wiesbaden, 5. Juli 2012

Peter Bofinger Claudia M. Buch Lars P. Feld Wolfgang Franz Christoph M. Schmidt

**Hinweis:** Herbeiführung des Einvernehmens mit dem Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie und Veröffentlichung erfolgten am 6. Juli 2012.

---

<sup>1</sup> Gesetz vom 14. August 1963, in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 700 2, veröffentlichten bereinigten Fassung, zuletzt geändert durch Artikel 128 der Verordnung vom 31. Oktober 2006 (BGBl. I S. 2407).

## Inhalt

### Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen

	Seite
I. Zeit für eine dauerhafte Lösung der Euro-Krise .....	1
1. Die Vielfachkrise im Euro-Raum .....	1
2. Krisenmanagement .....	4
3. Die gewonnene Zeit nutzen .....	7
II. Ein Pakt für solide Staatsfinanzen .....	11
1. Ein Schuldentilgungspakt für den Euro-Raum .....	13
Der Schuldentilgungsfonds .....	13
Voraussetzung für den Zugang: Ratifizierung des Fiskalpakts .....	14
Strikte Konditionalität .....	14
Sanktionen durch Zinsaufschläge .....	15
Zweckbindung von Steuern .....	15
Sicherheiten .....	15
Disziplinierungswirkung der Märkte .....	16
Vetorechte großer Garantiegeber .....	16
Unabhängigkeit des Direktoriums des Tilgungsfonds .....	17
2. Aktualisierte Berechnungen .....	17
3. Rechtliche Erwägungen .....	22
III. Weichenstellungen für ein stabiles Finanzsystem .....	24
Der europäische Bankensektor in der Krise .....	24
Ein langfristiger Ordnungsrahmen für den europäischen Bankensektor .....	26
Prinzipien einer staatlichen Rekapitalisierung von Banken .....	29
Was jetzt zu tun ist .....	31
Fazit .....	33
1. Akutes Krisenmanagement .....	33
2. Bisherige Versäumnisse nachholen .....	34
3. Keine Schnellschüsse hin zur Bankenunion .....	34
Literatur .....	35

## I. Zeit für eine dauerhafte Lösung der Euro-Krise

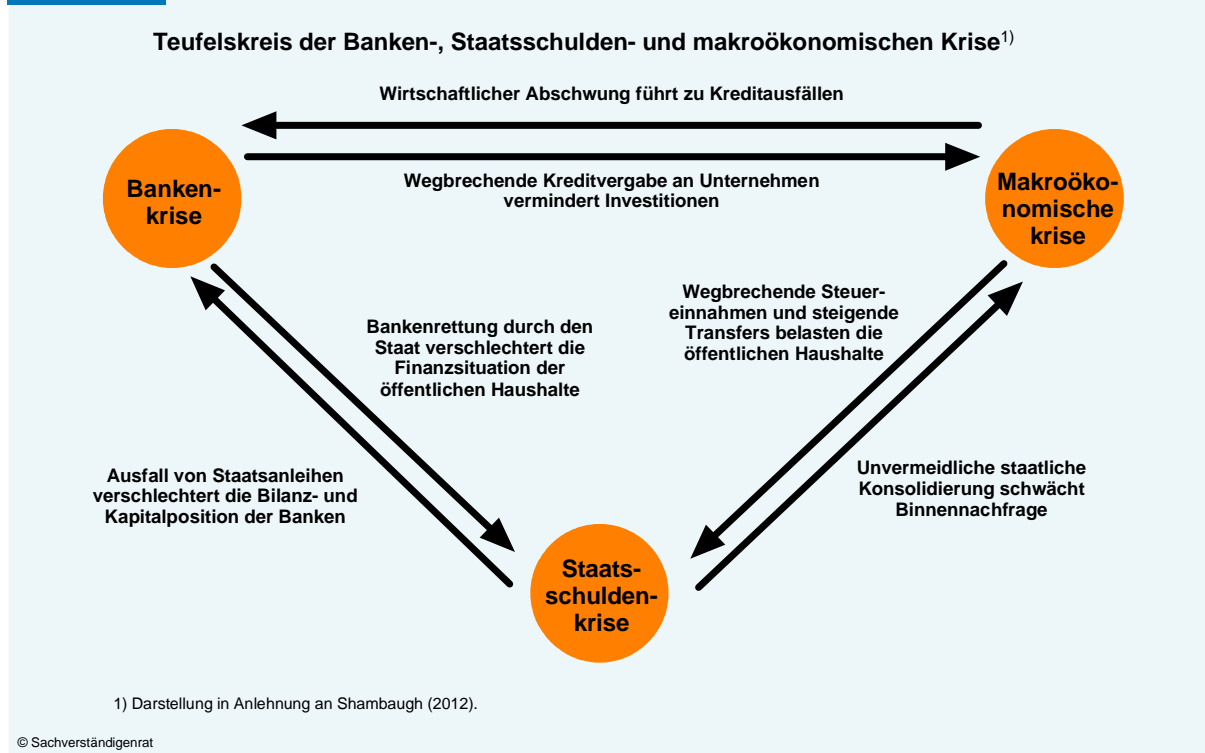
1. Nach einer zeitweisen Entspannung in den ersten Monaten des Jahres 2012 ist die **Euro-Krise bis zur Jahresmitte erneut eskaliert**. Die instabile wirtschaftliche und politische Lage in Griechenland hat der Debatte über einen Euro-Austritt dieses Landes zusätzlichen Auftrieb verliehen und damit das ohnehin angeschlagene Vertrauen in die Stabilität und Integrität der Währungsunion insgesamt beeinträchtigt.

So sind die Risikoaufschläge für langfristige Anleihen Italiens und Spaniens gegenüber deutschen Bundesanleihen wieder deutlich angestiegen und haben bis zur Jahresmitte 2012 ein ähnlich hohes Niveau erreicht wie im Herbst 2011. Die **zunehmende Verunsicherung** der Anleger und Investoren im Euro-Raum spiegelt sich ebenso in den weiterhin deutlich ansteigenden TARGET2-Salden des Euro-Systems wider. Die entsprechenden Forderungen der Deutschen Bundesbank beliefen sich Ende Mai 2012 auf 699 Mrd Euro. Zur Destabilisierung der Lage hat zudem die sich **eintrübende konjunkturelle Situation** in den Problemländern beigetragen. Italien, Spanien und Portugal sind in diesem Jahr in eine schwere Rezession geraten, in Griechenland hat sich eine regelrechte Depression manifestiert. In allen Peripherieländern ist die Arbeitslosigkeit deutlich angestiegen. Die Arbeitslosenquote für junge Menschen liegt in Griechenland und Spanien mittlerweile über 50 Prozent.

### 1. Die Vielfachkrise im Euro-Raum

2. Der Euro-Raum sieht sich drei gravierenden und zugleich eng miteinander verbundenen Problemfeldern gegenüber: **einer Staatsschuldenkrise, einer Bankenkrise und einer makroökonomischen Krise**. Besonders gefährlich ist es dabei, dass sich diese Krisen wechselseitig verstärken und somit in einer Vertrauenskrise münden, die die Stabilität der Währungsunion insgesamt in Frage stellt (Schaubild 1).

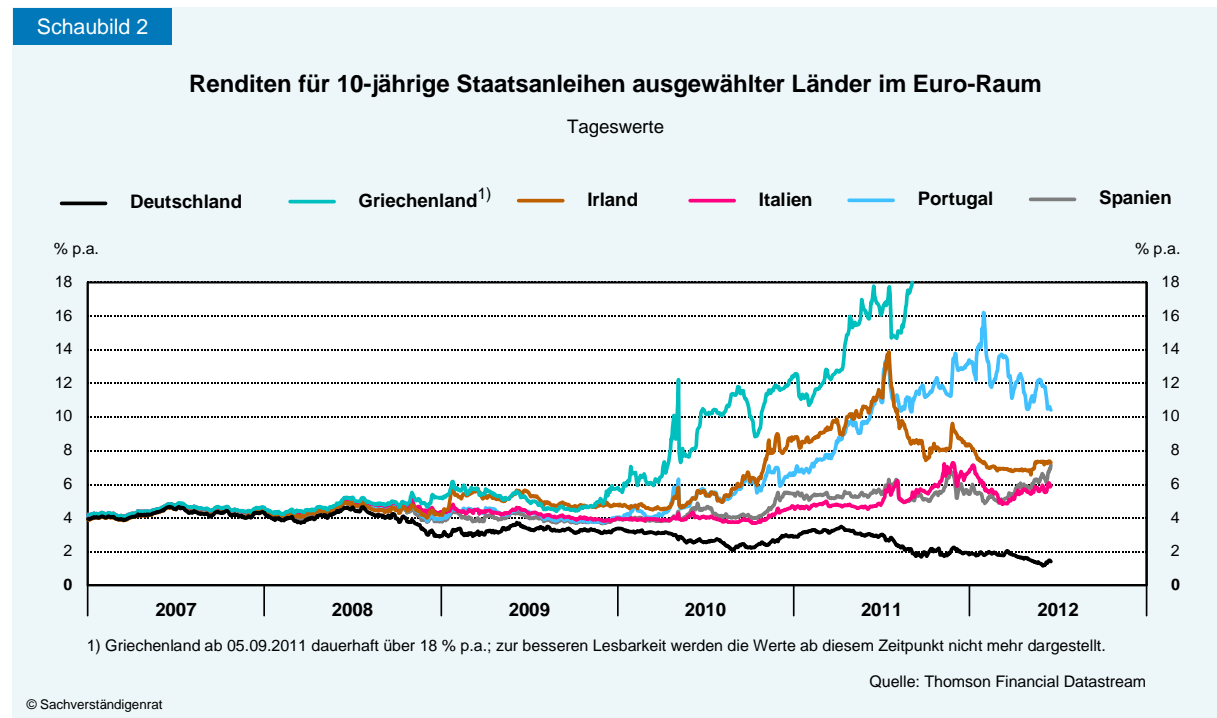
Schaubild 1



**3. Staatsschuldenkrise und Bankenkrise:** Die mit steigenden Anleiherenditen einhergehenden Wertverluste bei Staatsanleihen wirken sich nachteilig auf die Bilanzen der Banken aus. Die **Anfälligkeit der Bankensysteme** in den Krisenländern hat sich in der ersten Jahreshälfte noch erhöht, da vor allem italienische und spanische Banken die von der Europäischen Zentralbank (EZB) großzügig bereitgestellte Liquidität zum Erwerb von Staatsanleihen eingesetzt haben.

Andererseits haben staatliche Rettungsmaßnahmen im Bankensektor, speziell in Irland, die öffentlichen Schuldenstandsquoten dramatisch in die Höhe schnellen lassen. Die Ungewissheit über das weitere Ausmaß des Abschreibungsbedarfs etwa im Finanzsektor Spaniens nährt zusätzliche **Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen**, obwohl die Schuldenstandsquoten der betreffenden Länder vor der Krise teils erheblich niedriger waren als im europäischen Durchschnitt. Diese Länder sehen sich daher inzwischen ebenfalls Zweifeln an der Tragfähigkeit ihrer Schulden ausgesetzt (Schaubild 2).

Schaubild 2

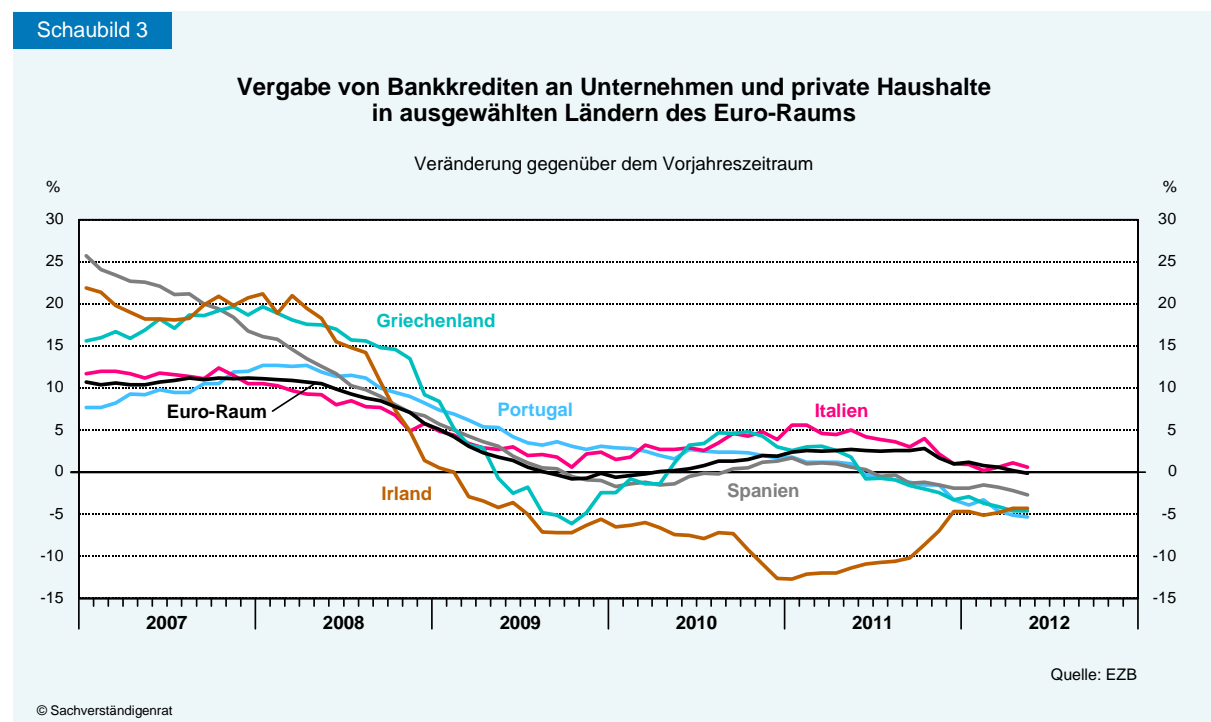


**4. Staatsschuldenkrise und makroökonomische Krise:** Die zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte unvermeidbaren Sparprogramme beeinträchtigen die ohnehin schwache Binnenkonjunktur in den betreffenden Ländern. Dies führt im Gegenzug über **konjunkturell bedingte Steuerausfälle und steigende Ausgaben für Arbeitslosigkeit** dazu, dass sich die finanzielle Situation des Staates verschlechtert. Da zudem die Staatsverschuldung üblicherweise als Schuldenstandsquote abgebildet wird, das heißt als Verhältnis des Schuldenstands zum nominalen Bruttoinlandsprodukt, führt eine Rezession zusätzlich zu einem Rückgang des Nenners bei dieser Verhältniszahl, sodass die Verschuldungssituation entsprechend ungünstiger ausgewiesen wird.

Doch eine makroökonomische Neuausrichtung der Volkswirtschaften ist unabdingbar, um die weitgehend im Ausland aufgelaufenen Schulden zu bedienen. Da jedoch, anders als im Falle einer eigenständigen Geldpolitik, den Problemländern der Weg versperrt ist, den sektoralen Restrukturierungsprozess über eine externe Abwertung zu unterstützen, muss dieser Prozess ausschließlich auf dem schmerzhaften Wege einer **inneren Abwertung** geschehen, indem Ressourcen aus den eher binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren, wie dem öffentlichen Sektor (etwa in Griechenland) oder dem Bausektor (etwa in Irland und Spanien), in die Sektoren mit sogenannten handelbaren Gütern umgelenkt werden. Der sektorale Restrukturierungsprozess kann also nicht unter Hinweis auf konjunkturelle Erfordernisse unterbleiben.

**5. Bankenkrise und makroökonomische Krise:** Die rezessive wirtschaftliche Entwicklung, die sich insbesondere in steigenden Arbeitslosenzahlen und sinkenden Immobilienpreisen niederschlägt, führt zu einer Verschlechterung der Qualität der Kreditportfolien von Banken in den Problemländern. Bei gleichzeitig steigenden Eigenkapitalanforderungen seitens der Aufsicht oder der Finanzmärkte bleibt den Finanzinstituten nur der Weg des **Deleveraging**, das heißt der Rückführung ihrer Kreditbestände, wodurch die Investitionstätigkeit von Unternehmen und die Immobiliennachfrage von privaten Haushalten zusätzlich geschwächt werden. Dieser Prozess ist mit Ausnahme Italiens in allen Problemländern zu beobachten (Schaubild 3).

Schaubild 3



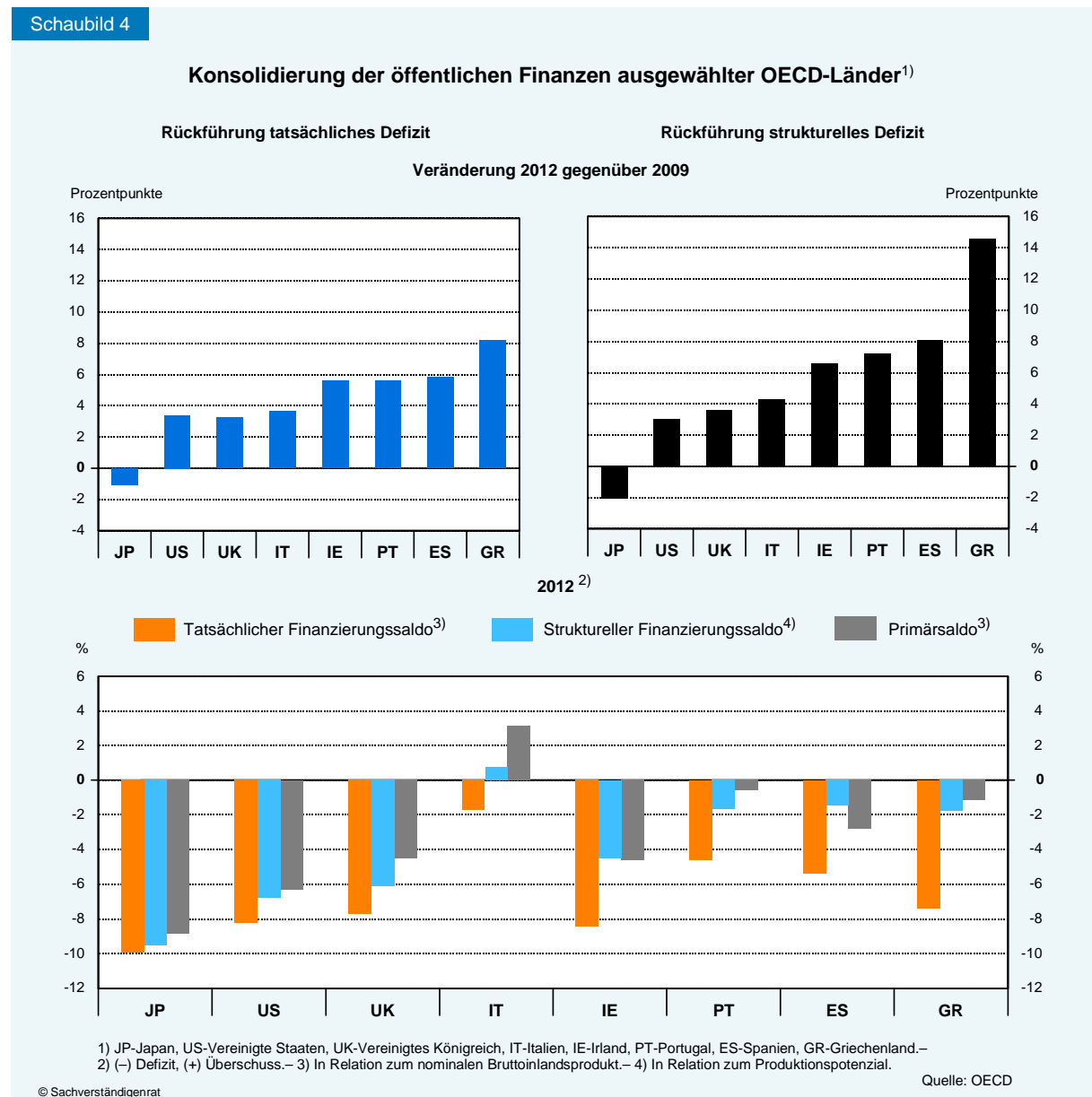
Andererseits ist ein funktionsfähiges Finanzsystem eine wichtige Voraussetzung für die erforderliche **sektorale Neuausrichtung der Volkswirtschaften**, da für wirtschaftliches Wachstum Investitionen finanziert werden müssen. Das Finanzsystem ist aber gerade in den Ländern, in denen die hohe Auslandsverschuldung vor allem spekulative Entwicklungen im Immobiliensektor genährt hat, stark angeschlagen. Erhebliche Teile der seinerzeit vergebenen Kredite sind akut ausfallgefährdet und belasten die Bankbilanzen. Der dadurch ausgelöste

Vertrauensverlust ließ die privaten Kapitalflüsse aus dem Ausland versiegen. In der Folge leidet die Kreditvergabe in diesen Volkswirtschaften und erschwert so die notwendigen makroökonomischen Anpassungen.

## 2. Krisenmanagement

6. Trotz der jüngsten Zuspitzung der Lage sollte nicht übersehen werden, dass es der Politik auf der nationalen wie der europäischen Ebene in den vergangenen zwölf Monaten durchaus gelungen ist, **mutige Schritte zur Konsolidierung** der öffentlichen Finanzen einzuleiten. So haben die Mitgliedsländer der Währungsunion den Stabilitäts- und Wachstumspakt gehärtet und sich mit dem Fiskalpakt gemeinsam dazu verpflichtet, auf nationaler Ebene verbindliche Beschränkungen für das strukturelle Defizit zu implementieren. Zudem wurde das Sanktionsverfahren im Rahmen des Defizitverfahrens des Stabilitäts- und Wachstumspakts verschärft, sodass die Position der Europäischen Kommission gegenüber den nationalen Wirtschafts- und Finanzministern gestärkt wird. Schließlich sind in vielen Problemländern Konsolidierungsschritte unternommen worden (Schaubild 4).

Schaubild 4





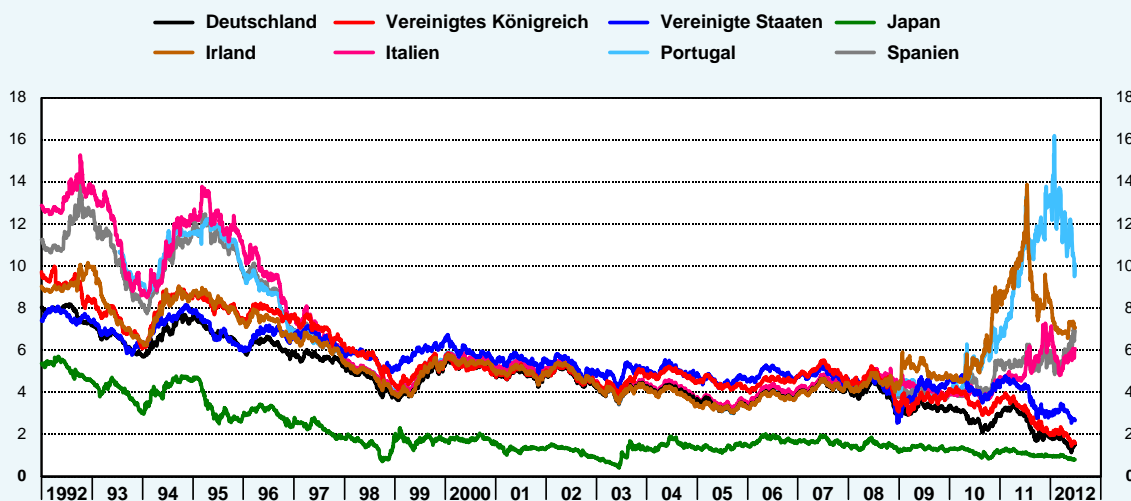
7. Wenn sich diese Schritte nicht deutlicher in der Entwicklung der Budgetsalden niederschlagen, ist das zum einen auf das Ausmaß der über die Jahre der Existenz des gemeinsamen Währungsraums gewachsenen **Probleme bei der Wettbewerbsfähigkeit** zurückzuführen, das noch weiteren Reformbedarf auslöst. Zum anderen ist es auf die negative Rückkopplung von Sparmaßnahmen auf die Konjunktur und damit auf die Steuereinnahmen und konjunktur reagiblen Ausgaben zurückzuführen. Ausweislich der Entwicklung des strukturellen Budgetsaldos, der die um Konjunkturreffekte bereinigte Haushaltsentwicklung abbildet, ist unverkennbar, dass sich die Fiskalpolitik in allen Problemländern **auf dem richtigen Weg** befindet. Dieser Befund wird noch deutlicher, wenn man die Situation in den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan mit in den Blick nimmt. Diese Volkswirtschaften haben bisher kaum nennenswerte Anstrengungen unternommen, ihre sehr hohen Defizite zu reduzieren.

8. Der Vergleich mit diesen Ländern verdeutlicht zudem die besondere Herausforderung, der sich die Problemländer der Währungsunion seit dem Ausbruch der Krise gegenübersehen. Trotz kaum ausgeprägter Konsolidierungsbemühungen ist es den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan derzeit möglich, sich zu historisch niedrigen Zinsen auf den Kapitalmärkten zu refinanzieren (Schaubild 5). Demgegenüber haben die Märkte die bisherigen Sparprogramme der Problemländer in keiner Weise honoriert. Vielmehr waren die Risikoaufschläge für Italien und Spanien im Juni 2012 in etwa doppelt so hoch wie ein Jahr zuvor. Diese auf den ersten Blick überraschende Entwicklung ist damit zu erklären, dass sich die Mitgliedsländer der Währungsunion in einer **fundamental anderen Lage** befinden als ein Land, wie beispielsweise das Vereinigte Königreich, das ausschließlich in der eigenen Währung verschuldet ist. Zudem verfügen sie über eine Zentralbank, die im Rahmen eines Quantitative Easing bereit ist, in großem Umfang auf den Anleihemärkten aktiv zu werden. Gleichzeitig wird aber durch eine solche Politik die Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik verschoben.

Schaubild 5

#### Renditen für 10-jährige Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Raums und ausgewählter G7-Länder

% p.a.



Quelle: Thomson Financial Datastream

© Sachverständigenrat

Die besondere **Exponiertheit der Problemländer** gegenüber den Finanzmärkten resultiert zusätzlich daraus, dass ihre gesamte Verschuldung auf eine Währung lautet, die sie nicht selbst schaffen können. Das kann man prinzipiell als einen erwünschten Disziplinierungseffekt ansehen, es kann sich daraus aber auch ein destabilisierender Prozess ergeben, bei dem steigende Anleihezinsen die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen beeinträchtigen, was wiederum über negative Vertrauenseffekte zu höheren Renditeforderungen der Investoren führt. Ein solcher Teufelskreis, der durch Befürchtungen über das mögliche Ausscheiden eines Landes aus der Währungsunion noch zusätzlichen Auftrieb erhält, hatte sich bereits im Herbst 2011 aufgebaut. Er konnte Ende des Jahres 2011 zunächst durch sehr umfangreiche Liquiditätshilfen der EZB gestoppt werden. Im zweiten Quartal 2012 hat deren Wirkung jedoch nachgelassen, sodass die Zinsaufschläge wiederum bedrohlich angestiegen sind.

**9.** In dieser Situation haben die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums auf der Tagung des **Europäischen Rates** vom 28. bis zum 29. Juni 2012 zur kurzfristigen Stabilisierung der Lage einige Entscheidungen getroffen.

Dazu gehört insbesondere die Entscheidung, mithilfe der **Instrumente der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)** „die Märkte für die Mitgliedsländer zu stabilisieren, die im Rahmen des Europäischen Semesters, des Stabilitäts- und Wachstumspakts bzw. des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht ihre länderspezifischen Empfehlungen und ihre anderen Verpflichtungen einschließlich ihrer jeweiligen Fristvorgaben einhalten. Diese Auflagen sollten in einer Vereinbarung (MoU) niedergelegt werden.“ (Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets, 29. Juni 2012). Der Sachverständigenrat wiederholt jedoch seinen Vorschlag aus dem Jahresgutachten 2010/11, in dem ein Modell für einen Europäischen Krisenmechanismus entwickelt wurde, das die Modalitäten für den Zugang zu gemeinschaftlichen Finanzierungsmechanismen davon abhängig macht, inwieweit von einem Land die Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts eingehalten worden sind (JG 2010 Ziffer 160). Demnach wäre ein unkonditionierter Zugang nur für Länder möglich, die sich nicht in einem exzessiven Defizitverfahren befinden. Zudem muss man sich bewusst sein, dass die Mittel der EFSF und des ESM nach Abzug der bereits ausgereichten Mittel für Portugal, Griechenland und Irland sowie des Programms für die spanischen Banken maximal 400 Mrd Euro betragen, was gerade einmal die jährlichen Finanzierungsbedarfe Italiens und Spaniens abdecken würde (Tabelle 1).

Darüber hinaus wurde beschlossen, einen **einheitlichen Aufsichtsmechanismus** für die Banken des Euro-Raums zu etablieren. Der Sachverständigenrat hat schon in seinem Jahresgutachten 2007/08 dafür geworben, einen einheitlichen Rahmen für die Finanzaufsicht in der Europäischen Union zu schaffen (JG 2007 Ziffer 215). Eine gemeinschaftliche Bankenaufsicht soll eine Voraussetzung für die direkte Rekapitalisierung von Banken über den ESM werden. Zudem ist es aber notwendig, dass die Aufsicht über ausreichende Informationen, wirksame Eingriffs- und Restrukturierungsrechte sowie -instrumente verfügt. Dies ermöglicht es, die negative Rückkopplung zwischen der Bankenkrise und der Staatsschuldenkrise zu durchbrechen. Allerdings benötigt die Etablierung von hinreichenden Aufsichts- und Ein-

griffsrechten nicht zuletzt geraume Zeit, die in der aktuellen Krise jedoch nicht zur Verfügung steht.

Tabelle 1

### Finanzierungsbedarf von Spanien und Italien<sup>1)</sup>

Mrd Euro

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Spanien .....	123,4	152,6	120,7	110,2	107,1	85,7
Italien .....	251,8	224,9	178,3	178,1	119,1	128,3

1) Refinanzierungsbedarf und Defizitfinanzierung: Stand 8. Juni 2012.

Quellen: Thomson Financial Datastream, IWF, eigene Berechnungen

Ein weiterer Beitrag zu mehr Stabilität auf den Finanzmärkten soll kurzfristig dadurch geleistet werden, dass die finanzielle Unterstützung, die Spanien für sein Bankensystem über die EFSF erhält, zwar vom ESM übernommen wird, aber **ohne den Status als vorrangige Gläubiger**. Obwohl eine solche Vergemeinschaftung von Risiken ordnungspolitisch bedenklich ist, lässt sie sich mit der systemischen Bedeutung des spanischen Finanzsystems für die Stabilität der Banken und Versicherungen im Euro-Raum insgesamt rechtfertigen.

**10.** Insgesamt haben die Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Raums damit den Problemländern lediglich zu einer **Atempause** verholfen. Es dürfte bei weitem zu optimistisch sein, darin bereits die endgültige Lösung der Krise zu sehen. Bei der sich aller Voraussicht nach weiter verschlechternden konjunkturellen Situation wird es für die Staaten sehr schwierig werden, die angestrebten Defizitziele zu erreichen, was die Finanzierung auf den Kapitalmärkten weiterhin beeinträchtigen dürfte. Auch die Lage der Banken wird sich dabei weiter verschlechtern. Der mit der EFSF und dem ESM verfügbare finanzielle Rahmen kann daher relativ schnell an seine Grenzen stoßen. Bei den Finanzierungsbedarfen Spaniens und Italiens, die sich bis Ende des Jahres 2014 auf zusammengenommen über 1052 Mrd Euro (Tabelle 1) belaufen, wäre an ein Rettungsprogramm nach dem Modell Irlands oder Portugals nicht zu denken.

### 3. Die gewonnene Zeit nutzen

**11.** Die Politik sollte daher die mit den jetzt beschlossenen Maßnahmen gewonnene Zeit dazu nutzen, möglichst schnell umfassendere Lösungen zu implementieren, die weitreichendere vertragliche und gesetzliche Änderungen erfordern. Der Sachverständigenrat hat mit dem **Schuldentilgungspakt** im November 2011 ein Konzept entwickelt, das es auf der einen Seite stabilitätsorientierten Ländern ermöglichen würde, sich zu Zinsen zu refinanzieren, die nicht durch die Spannungen an den Finanzmärkten verzerrt sind, das aber über die Tilgungsverpflichtung zugleich dafür Sorge trägt, dass die unter gemeinschaftlicher Haftung begebene Verschuldung nur temporärer Natur und zudem mit umfassenden Absicherungen versehen ist. Aufgrund der aufgezeigten Interdependenz der drei Krisen ist jedoch ein Ansatz, der lediglich auf die Lösung der Staatsschuldenkrise abzielt, nicht hinreichend. Dieser muss daher begleitet

werden von länderspezifischen Strukturreformen in den betroffenen Ländern und konkreten Maßnahmen zur **Stabilisierung des europäischen Finanzsystems**. Der Sachverständigenrat stellt dazu einen **Drei-Punkte-Plan** für das Bankensystem vor.

**12.** Der Sachverständigenrat ist sich der Tatsache bewusst, dass Deutschland bei einer gemeinschaftlichen Haftung für andere Mitgliedsländer des Euro-Raums Risiken eingeht, die sich auch bei umfassenden Absicherungsmechanismen nicht vollständig vermeiden lassen. Aber dabei darf nicht übersehen werden, dass ein grundsätzliches Verdikt gegen jedwede Form einer gemeinschaftlichen Haftung mit mindestens ebenso hohen Risiken verbunden ist. Bei einem Beibehalten des Status quo wäre es denkbar, dass sich **zwei gleichermaßen ungünstige Szenarien** für die Währungsunion einstellen:

- Aufgrund immer weiter steigender Risikoprämien könnten sich Italien und Spanien entweder gezwungen sehen, einen **Schuldenschnitt** vorzunehmen, was weitreichende Folgen für die Finanzinstitute des Euro-Raums hätte, oder aber aus der Währungsunion auszuscheiden. Damit wäre es diesen Ländern möglich, ihre Verschuldung mittels eines Währungsgesetzes auf die nationale Währung umzustellen und sich über die dann wieder autonome nationale Notenbank eine entsprechende Finanzierung zu verschaffen.
- Um ein unkontrolliertes Auseinanderbrechen der Währungsunion zu vermeiden, könnte sich die EZB zum **unbegrenzten Ankauf von Staatsanleihen** Italiens und Spaniens entschließen. Dies wäre eine gemeinschaftliche Haftung durch die Hintertür. Sie hätte aus der Sicht der Politik möglicherweise den kurzfristigen Vorteil, dass sie keiner parlamentarischen Zustimmung bedarf. Gegenüber dem Modell des Schuldentilgungspakts handelte es sich dabei jedoch um eine zeitlich und quantitativ unbegrenzte Haftung, die zudem ohne jegliche Absicherung und ohne jede Konditionalität erfolgen würde. Auf Dauer wäre dieser Weg deshalb höchst problematisch.

**13.** In Deutschland wird immer wieder und mit zunehmender Intensität die Option des **Austritts einzelner Teilnehmerländer** der Währungsunion oder sogar die Aufspaltung in einen Nord-Euro und einen Süd-Euro gefordert. Das zentrale Problem solcher Vorschläge besteht darin, dass schon das Ausscheiden eines einzelnen Landes einen grundlegenden Regimewechsel für die Finanzmärkte bedeutet. Sie müssen dann bei ihren Investitionsentscheidungen nicht nur die Solvenz von Schuldnern berücksichtigen, sondern zugleich das Risiko, dass sich diese bei Rückzahlung in einem Fremdwährungsraum befinden und nicht mehr im Euro-Raum. Solche Befürchtungen können Kapitalverlagerungen auslösen, welche die Situation der Finanzsysteme in den möglichen Austrittsländern erheblich erschweren und leicht zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung werden können. Daraus kann sich eine Kettenreaktion ergeben, die sich immer tiefer in den Kern des Währungsraums hineinfrisst. Am Ende des Prozesses könnte sogar ein währungspolitisches Auseinanderbrechen von Deutschland und Frankreich stehen.

**14.** Für Deutschland wäre ein **unkontrolliertes Auseinanderbrechen** des Euro-Raums mit hohen Risiken verbunden.

- Für die deutsche Finanzwirtschaft sowie für deutsche Unternehmen und Privatpersonen würde eine Auflösung der Währungsunion erhebliche Verluste bedeuten. Insgesamt belie-

fen sich die Auslandsforderungen Deutschlands gegenüber dem Euro-Raum Ende des Jahres 2011 auf 2,8 Billionen Euro (Tabelle 2, Seite 10); die Auslandsforderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Euro-Raum (einschließlich TARGET2-Forderungen), die sich zum Jahresende 2011 auf 530 Mrd Euro beliefen, sind in dieser Aufstellung nicht berücksichtigt. Rund 1,5 Billionen Euro entfallen dabei auf Wirtschaftsunternehmen und Private. Bei der Wiedereinführung nationaler Währungen wäre kaum damit zu rechnen, dass die Schuldner aus den Problemländern in der Lage wären, ihre Verbindlichkeiten vollumfänglich zu bedienen.

- Kurzfristig könnte sich ein **Unsicherheitsschock** ergeben, wie er nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008 zu beobachten war. Damals ist es zu einem Einbruch der deutschen Wirtschaftsleistung um 5 Prozent gekommen.
- Die mit einer Wiedereinführung der D-Mark verbundene **Aufwertung** würde auf Dauer die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft nicht nur in Europa, sondern auch auf den Weltmärkten erheblich beeinträchtigen. Es sollte nicht übersehen werden, dass die deutschen Unternehmen in den letzten Jahren erheblich dadurch begünstigt wurden, dass sie in einem Währungsraum produzieren, dessen Währung von den Märkten – anders als beispielsweise der Yen oder der Schweizer Franken – nicht als typische „Starkwährung“ angesehen wird. Die Erfahrungen dieser Länder sowie von China und Deutschland in der Phase des Festkurssystems von Bretton Woods (JG 2011 Ziffer 156) zeigen zudem, dass Versuche die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Volkswirtschaft mit Devisenmarktinterventionen zu verteidigen, zu hohen Devisenbeständen führt, mit denen de facto die Staatsverschuldung der Vereinigten Staaten finanziert wird.

Tabelle 2

**Auslandsforderungen der Bundesrepublik Deutschland  
gegenüber dem Euro-Raum zum Jahresende 2011<sup>1)</sup>**

Mrd Euro

	Monetäre Finanzinstitute	Wirtschafts- unternehmen und Private	Öffentliche Haushalte	Zusammen
Belgien .....	43,8	97,0	0,8	141,7
Estland .....	0,3	0,3	0,0	0,6
Finnland .....	33,6	28,2	0,7	62,5
Frankreich .....	222,6	328,2	9,5	560,3
Griechenland .....	25,3	6,5	3,9	35,7
Irland .....	82,8	74,2	45,5	202,5
Italien .....	125,2	88,0	20,6	233,8
Luxemburg .....	220,7	362,4	1,9	585,0
Malta .....	7,0	13,3	0,0	20,2
Niederlande .....	159,7	251,5	7,5	418,6
Österreich .....	85,8	108,6	3,1	197,5
Portugal .....	16,8	10,4	4,2	31,3
Slowakei .....	3,1	7,6	0,2	10,9
Slowenien .....	2,9	2,5	0,4	5,8
Spanien .....	127,5	137,1	9,9	274,4
Zypern .....	5,9	3,2	0,2	9,3
<b>Insgesamt .....</b>	<b>1 162,9</b>	<b>1 518,8</b>	<b>108,4</b>	<b>2 790,1</b>
Problemländer <sup>2)</sup> .....	377,5	316,1	84,0	777,7

1) Ohne Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Euro-Raum.– 2) Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Quelle: Deutsche Bundesbank

## II. Ein Pakt für solide Staatsfinanzen

15. Der Euro-Raum sieht sich einer schweren Vertrauenskrise gegenüber, die der Politik keine einfachen Lösungen mehr ermöglicht. Im Kern verstärken sich hohe öffentliche Schuldenstände und eine Erosion der Wettbewerbsfähigkeit in einigen Mitgliedstaaten wechselseitig. An den Finanzmärkten bestehen daher erhebliche Zweifel, ob alle öffentlichen Schuldner ihre Anleihen vollständig bedienen können. Die Unsicherheit über die Zahlungsfähigkeit der Staaten untergräbt das Vertrauen in die Finanzinstitute, die in den Problemländern engagiert sind. Dies nährt die **systemische Vertrauenskrise**. Um diese zu beenden, bedarf es einer glaubwürdigen Strategie, wie nicht nur die öffentlichen Schulden in allen Mitgliedstaaten des Euro-Raums wieder auf ein Maß zurückgeführt werden können, das von den Akteuren an den Finanzmärkten als tragfähig erachtet wird, sondern gleichzeitig die Strukturreformen unternommen werden, die zwingend nötig sind, um die makroökonomischen Divergenzen zwischen den Mitgliedstaaten zu reduzieren. Die einzuschlagenden Konsolidierungspfade müssen den Finanzmärkten plausibel dargestellt werden können, und ihre Einhaltung muss institutionell hinreichend stark abgesichert sein.

16. Die Politik macht bislang den Fehler, die Vertrauenskrise nicht als systemisches Problem zu begreifen, sondern die Probleme einzeln anzugehen. Anstatt sich auf **glaubwürdige Konsolidierungspfade** festzulegen, läuft die europäische Politik nach einer Reihe konzertierter Maßnahmen zur Stützung hoch verschuldeter Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion, die das Vertrauen der Märkte verloren haben, weiterhin den Märkten hinterher. Die europäische Politik entspricht einer Strategie der Trippelschritte, bei der versucht wird, auf neu aufbrechende Krisenherde mit weiter ausgedehnten Rettungsschirmen oder einer Veränderung des Zugangs zur EFSF oder zum ESM zu reagieren. Die Maßnahmen gehen jeweils nur so weit, wie es die Situation zwingend erfordert. Bei jeder Verschärfung der Krise müssen daher neue Verhandlungen über die Ausweitung der Rettungsmaßnahmen geführt werden.

Trotz der inneren Logik dieser Strategie, mit der die Rettungsschirme möglichst klein und die Vergemeinschaftung von Lasten möglichst gering gehalten werden sollen, ist dies letztendlich die zentrale Ursache der wiederkehrenden Verschärfung der Vertrauenskrise. Marktteilnehmer müssen permanent in Sorge sein, ob der politische Handlungswille auf der nationalen wie europäischen Ebene für weitere notwendig werdende Schritte ausreichen wird. Noch vor zwei Jahren wurde glaubhaft versichert, dass ein **Auseinanderbrechen der Währungsunion** keine Option darstellen würde. Nun wird offen von vielen Seiten hierüber diskutiert und teilweise sogar schon unverblümt damit gedroht. In diesem Umfeld können langfristig angelegte Konsolidierungs- und Anpassungsprogramme kaum Glaubwürdigkeit erlangen und bei den Marktteilnehmern Vertrauen hervorrufen.

Setzt die Politik einseitig darauf, dass Konsolidierungs- und Anpassungsprogramme zugleich die systemische Krise des Euro-Raums bewältigen, so läuft sie Gefahr, bestehende Instabilitäten so zu verstärken, dass die Mitgliedstaaten des Euro-Raums in eine Solvenzkrise abgleiten. Eine erneute Finanzkrise oder gar ein Auseinanderbrechen des Euro-Raums sind dann nur mit erheblicher Liquiditätsbereitstellung von Seiten der EZB zu verhindern. In der Tat hat sie bereits in großem Umfang Staatsanleihen gekauft und den Märkten dadurch Liquidität zur Ver-

fügung gestellt. Im Ergebnis ist die gemeinsame Haftung ohne jede Konditionalität auf ein hohes Niveau angewachsen. Die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik wurde in ordnungspolitisch bedenklicher Weise verwischt.

**17.** Zur Lösung bedarf es somit entschlossenen Handelns. Die Mitgliedstaaten, die in den kommenden Jahren erhebliche Anpassungslasten zu tragen haben, müssen für einen begrenzten Zeitraum aus dem Fokus der Finanzmärkte genommen werden, ohne die **Marktdisziplin** völlig auszusetzen. Zugleich ist eine glaubhafte Festlegung auf die Durchführung der Anpassung unabdingbar. Mittelfristig sind eine Rückführung der gemeinschaftlichen Haftung von Schulden und eine Rückkehr zur vollen Marktdisziplin erforderlich, um die Beurteilung tragfähiger Finanzpolitik durch politisch unbeeinflusste Akteure sicherzustellen.

**18.** Eine umfassende Lösung der Schuldenkrise muss daher den folgenden Anforderungen genügen:

- a. Die Rettungsmaßnahmen dürfen nicht zu einer automatischen Vergemeinschaftung von Risiken führen. Vielmehr müsste eine Krisenlösungsstrategie zum Ziel haben, zur **Stabilitätsunion**, wie sie im Vertrag von Maastricht angelegt war, zurückzukehren. Der Weg in die Stabilitätsunion wird trotzdem nicht ohne eine vorübergehende Ausweitung der Garantien möglich sein. Daher ist darauf zu achten, dass (i) das wahre Ausmaß der eingegangenen Risiken für die Bürger nachvollziehbar wird und weiterhin bleibt. Ferner ist (ii) zu gewährleisten, dass Hilfen nur gegen strikte Konditionalität und mit der jederzeitigen Möglichkeit, Fehlverhalten zu sanktionieren, vergeben werden.
- b. Um die **Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik** wiederherzustellen, sollte die EZB aus den weiteren Schritten der Krisenbewältigung weitestgehend herausgehalten werden. Deren Mandat ist bereits jetzt bis an die Grenze des Zulässigen gedehnt worden. Letztlich wurden durch die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen erhebliche Risiken übernommen und quasi-fiskalische Transfers ohne Konditionalität und ohne demokratische Kontrolle der Garantien gewährenden Mitgliedstaaten vorgenommen. Jede Lösung sollte daher zwingend den wesentlichen Garantiegebern eine Vetoposition gewähren.
- c. Die Lösung muss in der Lage sein, nicht nur die Überwindung der länderspezifischen strukturellen Probleme zu gewährleisten, sondern zugleich die systemische Krise der Währungsunion zu bewältigen. Um die systemische Vertrauenskrise aufzulösen, müssen die Mitgliedstaaten des Euro-Raums daher einen Weg aus der Krise wählen, der ein **glaubwürdiges Bekenntnis zum Euro** und zu seinem Fortbestand darstellt.
- d. Die Lösung muss die **europa- und verfassungsrechtlichen Vorgaben** einhalten. Insbesondere sollte die Nicht-Beistandsklausel des Artikel 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) unter Berücksichtigung des neuen Artikel 136 Absatz 3 AEUV nicht verletzt werden. Zudem muss sichergestellt sein, dass die verfassungsrechtlichen Vorgaben erfüllt werden, die sich aus den Urteilen des Bundesverfassungsgerichtes zum Zustimmungsgesetz zum Vertrag von Maastricht vom 12. Oktober 1993 (BVerfGE 89, 155 ff.), zum Eintritt Deutschlands in die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion vom 31. März 1998 (BVerfGE 97, 350 ff.), zum Zustimmungsgesetz zum



Vertrag von Lissabon vom 30. Juni 2009 (BVerfGE 123, 267 ff.) und zu den Euro-Rettungsmaßnahmen vom 7. September 2011 (NJW 2011, 2946 ff.) ergeben. Insbesondere die Begrenztheit der getroffenen Maßnahmen in zeitlicher Hinsicht oder im Hinblick auf das Haftungsvolumen sowie die Möglichkeit des Deutschen Bundestages, sein Haushaltsrecht zukünftig weiterhin umfassend wahrnehmen zu können, sind dabei in Betracht zu ziehen.

## 1. Ein Schuldentilgungspakt für den Euro-Raum

**19.** In seinem Jahresgutachten 2011/12 hat der Sachverständigenrat das Konzept eines Schuldentilgungspakts unterbreitet. Dieser Pakt basiert auf **drei Säulen**: Einem Schuldentilgungsfonds, der eine temporäre und begrenzte Vergemeinschaftung von Schulden in Europa vorsieht, dem Fiskalpakt, der die nationale Finanzpolitik mit geeigneten Restriktionen dauerhaft auf Solidität ausrichten soll, und einer nach Abbau der Schulden im Tilgungsfonds einsetzenden Insolvenzordnung für Staaten. Die Zielsetzung dieses Vorschlags ist die Wiederherstellung der nationalen Verantwortung in der Finanzpolitik im Sinne der Nicht-Beistandsklausel des Lissabon-Vertrags. Voraussetzung für einen Zugang zum Schuldentilgungsfonds ist die (verfassungs-) rechtliche Umsetzung des Fiskalpakts, insbesondere die Einrichtung von Schuldenbremsen. Die Vergemeinschaftung eines Teils der Schulden ist temporär und in der Höhe begrenzt. Damit der Übergang zu soliden Staatsfinanzen gelingt, enthält der Schuldentilgungspakt eine Reihe von Sicherungen und Disziplinierungsmechanismen.

Der Schuldentilgungspakt wird im Folgenden hinsichtlich der veränderten wirtschaftlichen Bedingungen reflektiert, weiterentwickelt und konkretisiert. Insbesondere die erste Säule, der Schuldentilgungsfonds, war einer umfangreichen Kritik, vor allem in Deutschland, ausgesetzt. Diese Kritikpunkte nehmen wir in dieser Weiterentwicklung und Konkretisierung auf.

### Der Schuldentilgungsfonds

**20.** Der Vorschlag des Schuldentilgungspakts sieht vor, dass die Mitgliedstaaten des Euro-Raums, die sich nicht bereits in einem Anpassungsprogramm befinden, ihre Schulden, die zu einem Stichtag die Maastricht-Grenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts überschreiten, in einen europäischen **Schuldentilgungsfonds** mit gemeinschaftlicher Haftung auslagern. Im Gegenzug gehen die teilnehmenden Mitgliedstaaten Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Schuldentilgungsfonds ein, die durch die Höhe der Auslagerung bestimmt werden, und so festzulegen sind, dass dieser in etwa 25 Jahren vollständig getilgt ist. Somit tilgt jedes Land die von ihm ausgelagerten Schulden vollständig selbst und bleibt für seine Schulden im Tilgungsfonds verantwortlich.

**21.** Die **Auslagerung** der Schulden in den Schuldentilgungsfonds geschieht in einem mehrjährigen Übergangszeitraum, in dem der Refinanzierungsbedarf, der in den kommenden Jahren besteht, sukzessive durch den Fonds gedeckt wird, bis das gesamte, im Vorhinein in der Höhe abschließend bezifferte Auslagerungsvolumen jenseits der 60-Prozent-Schuldenstandsquote erreicht wurde. Nach Abschluss dieser Roll-in-Phase befinden sich die nicht ausgelagerten Schulden im Einklang mit der 60-Prozent-Schuldengrenze des Maastricht-

Vertrags. Die Refinanzierung der Staaten durch den Tilgungsfonds wird durch den Kauf von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren der in Frage kommenden Mitgliedstaaten auf den Primärmärkten organisiert. Der Tilgungsfonds tritt damit nicht anstelle des einzelnen Mitgliedslandes in dessen Schuldverhältnis ein. Staatsanleihen bis zu zwei Jahren Laufzeit sind Teil der nationalen Verschuldung, die im Rahmen der Maastricht-Grenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts bleiben soll.

### Voraussetzung für den Zugang: Ratifizierung des Fiskalpakts

**22.** Voraussetzung für die Auslagerung der Schulden ist die vorherige Implementierung einer **nationalen Schuldenbremse** durch welche die Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsverpflichtungen gewährleistet würde. Die Schuldenbremsen sollten sich an den Zielen des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts orientieren. Bereits in dem von 25 Mitgliedstaaten am 2. März 2012 unterzeichneten Fiskalpakt (BT-Drs 17/9046, 6 ff.) haben sich alle Mitgliedstaaten, die für die Teilnahme am Schuldentilgungspakt in Frage kämen, zur Einführung solcher Schuldenbremsen verpflichtet. Gleichwohl bleibt der Fiskalpakt hinter den Vorstellungen des Sachverständigenrates (JG 2011 Ziffer 190) zurück. Demnach wäre eine Verschärfung der Bindungswirkung der im Fiskalpakt vorgesehenen Schuldenbremsen im Zusammenhang mit dem Schuldentilgungspakt angebracht.

**23.** So sollten die zu implementierenden nationalen Schuldenbremsen zusätzlich von einer unabhängigen europäischen Instanz, etwa dem Europäischen Gerichtshof, auf ihre inhaltliche Konsistenz und Bindungswirkung hin überprüft werden. Verstieße ein Land gegen die Vorgaben seiner Schuldenbremse, würde eine sofortige **Strafzahlung** an den Tilgungsfonds folgen, zu der sich die Mitgliedstaaten vor der Teilnahme am Schuldentilgungspakt verpflichten (analog zum „Schuldensoli“, JG 2009 Ziffer 128). Diese Strafzahlung müsste allerdings höher ausfallen als bisher vereinbart. Da alle teilnehmenden Staaten Mitglieder des Euro-Raums sind, wäre daran zu denken, bei jedem durch den Europäischen Gerichtshof festgestellten Verstoß gegen die Schuldenbremse automatisch den Anteil des betreffenden Landes an den Zentralbankgewinnen der EZB als beschleunigte Tilgung an den Fonds abzuführen.

### Strikte Konditionalität

**24.** Die Auslagerung der Schulden sollte analog zu den Regeln der EFSF oder des ESM an eine strikte Konditionalität geknüpft werden. Spätestens wenn die Roll-in-Phase abgeschlossen ist, sollten die national implementierten Schuldenbremsen ihre volle Bindungswirkung entfalten und dadurch die Konditionalität des Roll-in ersetzen. Für den Zeitraum der Roll-in-Phase schließen die teilnehmenden Mitgliedstaaten daher untereinander sogenannte Konsolidierungsvereinbarungen. Darin wird explizit dargelegt, wie die einzelnen Mitgliedstaaten während der Übergangsphase ihr strukturelles Haushaltsdefizit auf maximal 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zurückführen, wie in den Regelungen zur Schuldenbremse vorgesehen.

In ähnlicher Weise könnten Vereinbarungen über die Durchführung von Strukturreformen getroffen werden. Anhand dieser Vereinbarungen können die Partnerländer die Fortschritte in

der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und der Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit laufend überprüfen. Sollte der begründete Verdacht entstehen, dass einzelne Mitgliedstaaten sich nicht an die Vereinbarungen halten, würde die Auslagerung der Schulden in den Tilgungsfonds abgebrochen. Das betroffene Land müsste sich dann wieder vollständig über den Kapitalmarkt refinanzieren, sodass mit dem Entzug der Refinanzierungsmöglichkeit ein effektives Sanktionsinstrument besteht.

### **Sanktionen durch Zinsaufschläge**

**25.** Eine Möglichkeit, die Konditionalität während der Roll-in-Phase und darüber hinaus aufrecht zu erhalten, besteht darin, einem Land nur einen Teil des Zinsvorteils zu gewähren, wenn nicht alle Auflagen erfüllt sind. Gleichermaßen könnten finanzpolitische Verfehlungen nach der Auslagerung der Schulden geahndet werden, indem die Zinsen auf die ausgelagerten Schulden entsprechend erhöht werden und ein Zinsaufschlag auf den mit dem Schuldentilgungsfonds ursprünglich vereinbarten Zins eines Landes erhoben wird. Dafür könnten bestimmte haushaltspolitische Kennziffern in eine **Scorecard** aufgenommen werden, um dann je nach Erfüllungsgrad den Zinsvorteil des Schuldentilgungspakts dem jeweiligen Land voll oder nur teilweise zu gewähren.

**26.** Eine abgestufte Sanktionsmöglichkeit wäre zusätzlich dadurch gegeben, dass der Schuldentilgungsfonds bei Verstößen gegen die Konsolidierungsvereinbarung Staatsanleihen des betroffenen Landes verkauft, womit sich das Angebot an Staatsanleihen dieses Landes erhöht, und dadurch die Refinanzierungskosten für die rein national begebenen Schulden ansteigen. Durch solche **Offenmarktoperationen** des Tilgungsfonds könnte die Disziplinierungswirkung des Marktes verstärkt werden. Zur Operationalisierung dieser Politik müsste eine Aufteilung des jährlichen Ergebnisses des Fonds auf die Mitgliedstaaten vereinbart werden.

### **Zweckbindung von Steuern**

**27.** Jedes Land, das den Tilgungsfonds nutzt, hat zudem die Tilgung seiner in den Fonds ausgelagerten Schulden sicherzustellen. Hierzu könnten etwa bestimmte (gegebenenfalls neu einzuführende) Steuern benannt werden, die für die Bedienung der Zuweisungen herangezogen werden. So könnten die jeweiligen Mitgliedstaaten in Analogie zum Solidaritätszuschlag in Deutschland einen Zuschlag auf eine von ihnen selbst zu bestimmende Steuer erheben, die auf ein (Sperr-) Konto fließt. Am ehesten ist hier an einen Zuschlag zur Umsatzsteuer zu denken. Diese Abgabe sollte im Sinne einer politischen Zweckbindung zur Tilgung der Schulden im Fonds eingesetzt werden. Sie bietet zudem Ansatzpunkte für Sanktionen gegen ein Land, wenn es seinen Verpflichtungen im Schuldentilgungspakt nicht nachkommt. So könnte festgelegt werden, dass ein Land diesen Steuerzuschlag um im Vorhinein festgelegte Prozentpunkte erhöhen muss, wenn es in seinen Konsolidierungsanstrengungen nachlässt.

### **Sicherheiten**

**28.** Darüber hinaus sollten, wie bereits im Jahresgutachten 2011/12 diskutiert, beim Schuldentilgungsfonds Vermögenswerte in Höhe von 20 Prozent der auszulagernden Schulden als

Pfand hinterlegt werden. Dies könnten etwa Währungs- und Goldreserven eines Landes sein, zudem könnten Mitgliedstaaten ihre Anleihen durch Grundschulden besichern (Pfandbriefe). Auf die genannten Sicherheiten würde zugegriffen, wenn ein Land seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt. Träte ein solcher Vertragsbruch auf, flössen die genannten Sicherheiten dem Tilgungsfonds automatisch zu, ohne dass darüber zuvor in einem europäischen Gremium politisch entschieden werden müsste. Damit dienen die Sicherheiten vornehmlich dazu, den Umfang der gemeinsamen Haftung für alle Partnerstaaten des Pakts zu begrenzen und zudem das moralische Risiko des Beitritts zum Schuldentilgungspakt abzumildern.

### Disziplinierungswirkung der Märkte

**29.** Entscheidend ist, dass die Einrichtung des Schuldentilgungsfonds die **Disziplinierungswirkung der Märkte** in keiner Phase vollständig außer Kraft setzt. Zwar reduziert der Tilgungsfonds die Refinanzierungskosten der hoch verschuldeten Mitgliedstaaten so, dass der Konsolidierungserfolg erhöht wird. Die Marktdisziplin bleibt aber erstens durchgängig erhalten, weil Staatsanleihen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren nicht über den Tilgungsfonds refinanziert werden. Diese Anleihen verbleiben in der nationalen Verschuldung, die bis zu 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts betragen darf. Ein Land ist zweitens der Marktdisziplin vollständig ausgesetzt, wenn es nach der Roll-in-Phase die verbleibende Restschuld von bis zu 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts refinanzieren muss. Drittens ermöglicht eine Offenmarktpolitik des Tilgungsfonds, die Marktkräfte gezielt zur Disziplinierung eines Landes einzusetzen.

### Vetorechte großer Garantiegeber

**30.** Gegenüber einer weiteren Vergemeinschaftung von Risiken über die Zentralbankbilanz hat der Schuldentilgungspakt den Vorteil, dass Hilfen an zu erfüllende Bedingungen geknüpft werden können und im Falle eines Verstoßes Sanktionen, etwa durch eine teilweise oder gänzlich verweigerte Auszahlung, möglich sind. Zudem könnten die **Governance-Strukturen** des Schuldentilgungspakts so ausgestaltet werden, dass Deutschland hier eine Fortsetzung der Hilfszahlungen einfacher stoppen kann als im EZB-Rat, der grundsätzlich mit einfacher Mehrheit entscheidet. Mit Blick auf den verfassungsrechtlichen Rahmen, wie er für Deutschlands Mitwirkung an der Wirtschafts- und Währungsunion gilt und vom Bundesverfassungsgericht bis in die jüngste Rechtsprechung konkretisiert wurde, müsste die Bundesrepublik Deutschland über ein Veto verfügen. Das Haushaltsrecht des Deutschen Bundestages könnte dann über eine entsprechende Ausgestaltung der innerstaatlichen Willensbildung in Angelegenheiten der Europäischen Union gewährleistet werden.

Zwischen den Konsolidierungsvereinbarungen des Schuldentilgungspakts und den **Anpassungsprogrammen der Troika** aus Europäischer Kommission, EZB und Internationalem Währungsfonds besteht eine gewisse Ähnlichkeit. Allerdings werden durch den Schuldentilgungspakt Konsolidierungsvereinbarungen getroffen und Hilfen gewährt, bevor die beteiligten Mitgliedstaaten den Kapitalmarktzugang verloren haben. Der Schuldentilgungspakt wirkt daher nicht nur als Krisenmechanismus auf die Gewährleistung der Stabilität des gesamten

Euro-Raums hin, sondern hat zudem eine präventive Wirkung, welche die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Konsolidierung erhöht.

### **Unabhängigkeit des Direktoriums des Tilgungsfonds**

**31.** Zu der Disziplinierungswirkung des Marktes treten rechtliche Bindungen, welche die nationale Finanzpolitik für die Dauer der Laufzeit des Schuldentilgungsfonds einengen. Dazu zählen die zuvor genannten Sicherheiten, Zinsaufschläge und strikten Konsolidierungsvorgaben im Sinne von Konditionalität. Die vorgeschlagene Ausweitung der Strafzahlungen im Rahmen des Fiskalpakts bindet die nationale Finanzpolitik sogar zeitlich unbefristet. Diese Maßnahmen sind gleichsam als Menü von Sicherheiten zur Gewährleistung der beabsichtigten Konsolidierungswirkung zu verstehen. Zudem müssten aber die Entscheidungsstrukturen im Schuldentilgungsfonds eine weitgehende **Unabhängigkeit des Direktoriums** gewährleisten. Dies lässt sich angesichts der Befristung dieser Institution demokratietheoretisch rechtfertigen und würde nur temporär einen gewissen Souveränitätsverzicht der Mitgliedstaaten bedeuten. Allerdings wäre zu erwägen, dieser Institution zudem die Überwachung der nationalen Finanzstatistiken oder ähnliches zuzuerkennen. Der Schuldentilgungsfonds könnte alternativ institutionell in den ESM integriert werden. Er wäre dann ebenfalls als internationale Finanzinstitution konzipiert. Das Stimmrecht in Entscheidungen des Tilgungsfonds würde wie beim ESM entsprechend den Kapitalanteilen von den Mitgliedstaaten wahrgenommen.

## **2. Aktualisierte Berechnungen**

**32.** Das exakte Volumen des Schuldentilgungsfonds, die Anteile der einzelnen Mitgliedstaaten am Fondsvolumen und die Laufzeit des Tilgungsfonds hängen von der genauen Ausgestaltung der Roll-in-Phase und den Annahmen über die Refinanzierungskosten des Fonds sowie des künftigen Wirtschaftswachstums ab. Der Sachverständigenrat hat bereits in seinem Jahresgutachten 2011/12 Berechnungen über das Volumen des Schuldentilgungsfonds vorgelegt. Diese Berechnungen basierten auf der Annahme, dass der Schuldentilgungsfonds zum 1. Januar 2012 eingeführt wird. Unterstellt man nun eine Einführung zum 1. Januar 2013, fällt das Volumen zum einen höher aus, denn die Schuldenstände der teilnehmenden Mitgliedstaaten entwickeln sich im Jahr 2012 deutlich schlechter als noch vor einem halben Jahr angenommen werden konnte. Zum anderen wird Zypern, da es ein Anpassungsprogramm zu erfüllen haben wird, nicht mehr im Schuldentilgungsfonds berücksichtigt.

**33.** Die aktualisierten Berechnungen des Sachverständigenrates zum Fondsvolumen basieren auf den folgenden Annahmen:

- a. Der Schuldentilgungspakt wird zum 1. Januar 2013 eingeführt.
- b. Alle volkswirtschaftlichen Eckwerte, die für den Schuldentilgungspakt von Bedeutung sind, stammen aus der aktuellen Prognose der EU-Kommission für das laufende Jahr 2012. Die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts in den teilnehmenden Mitgliedstaaten für das Jahr 2013 wird ebenfalls der Prognose entnommen. In den darauf folgenden Jahren wird ein nominales (reales) jährliches Wachstum von rund 3 Prozent (1 Prozent) unterstellt.

- c. Zur Berechnung des Auslagerungsvolumens wird die Schuldenabgrenzung gemäß des Vertrags von Maastricht zugrunde gelegt.
- d. Die Annahmen über die Refinanzierungskosten des Schuldentilgungsfonds werden in Anlehnung an die derzeitigen Refinanzierungskosten ähnlich garantierter Anleihen, wie denen der EFSF und der Europäischen Investitionsbank (EIB), getroffen. Die Annahmen für die Refinanzierungskosten der rein national begebenen Anleihen sind in Tabelle 3 zusammengefasst. Um zu berücksichtigen, dass langfristige Anleihen vor einem unmittelbaren Anstieg des Durchschnittszinses bewahren, wird zudem angenommen, dass der durchschnittliche Zinssatz innerhalb von sieben Jahren kontinuierlich auf das höhere Niveau ansteigt.
- e. Bei der Berechnung des Volumens der während der Roll-in-Phase über den Schuldentilgungsfonds finanzierten Anleihen wird die kurzfristige Verschuldung (bis zu zwei Jahren Laufzeit) nicht berücksichtigt. Damit verlängert sich die Roll-in-Phase. In Italien beträgt sie nun sechs statt zuvor fünf Jahre. Spanien wird die ersten drei Jahre beinahe seinen gesamten (langfristigen) Finanzierungsbedarf decken.

Tabelle 3

Kennzahlen für die am Schuldentilgungspakt (ERP)<sup>1)</sup> teilnehmenden Länder

		Bruttoinlandsprodukt	Schuldenstand	Primärsaldo	Annahmen über die Zinssätze		
					Anleihen des ERF <sup>2)</sup>	Anleihen mit nationaler Haftung	
						mit ERP	ohne ERP
		2012			% p.a.		
Deutschland .....	Mrd Euro	2 629,9	2 160,7	27,9			
	% des BIP	100	82,2	1,1	3,5	3,0	2,5
Frankreich .....	Mrd Euro	2 035,1	1 845,8	- 63,8			
	% des BIP	100	90,7	- 3,1	3,5	3,5	4,0
Italien .....	Mrd Euro	1 590,4	1 963,9	14,8			
	% des BIP	100	123,5	0,9	3,5	4,5	7,0
Spanien .....	Mrd Euro	1 064,3	861,5	- 47,9			
	% des BIP	100	80,9	- 4,5	3,5	4,5	7,0
Niederlande .....	Mrd Euro	606,2	424,8	- 14,6			
	% des BIP	100	70,1	- 2,4	3,5	3,0	2,5
Belgien .....	Mrd Euro	376,6	378,5	- 1,2			
	% des BIP	100	100,5	- 0,3	3,5	4,0	5,0
Österreich .....	Mrd Euro	309,6	229,6	- 2,4			
	% des BIP	100	74,2	- 0,8	3,5	3,5	4,0
Malta .....	Mrd Euro	6,6	4,9	0,0			
	% des BIP	100	74,8	0,2	3,5	4,5	5,5

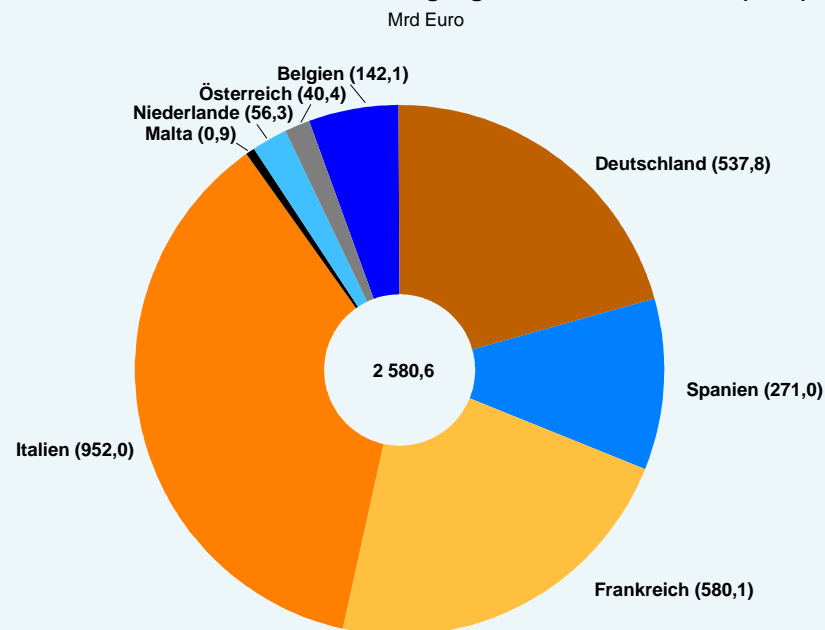
1) European Redemption Pact.– 2) European Redemption Fund.

Quelle für Grundzahlen: EU

**34.** Unter diesen Annahmen erstrecken sich die Roll-in-Phasen maximal über sechs Jahre, nach denen das Fondsvolumen seinen maximalen Wert in Höhe von 2,6 Billionen Euro annimmt (Schaubild 6). An diesem Volumen hat Italien mit 36,9 Prozent der ausgelagerten Schulden den größten Anteil, gefolgt von Frankreich mit 22,5 Prozent und Deutschland mit 20,8 Prozent. Nach Abschluss der Roll-in-Phase gehen die beteiligten Mitgliedstaaten in die

Schaubild 6

### Maximales Volumen des Schuldentilgungsfonds im Euro-Raum (2018)<sup>1)</sup>



1) Eigene Berechnungen unter Berücksichtigung bis dahin erfolgter Tilgungszahlungen.

© Sachverständigenrat

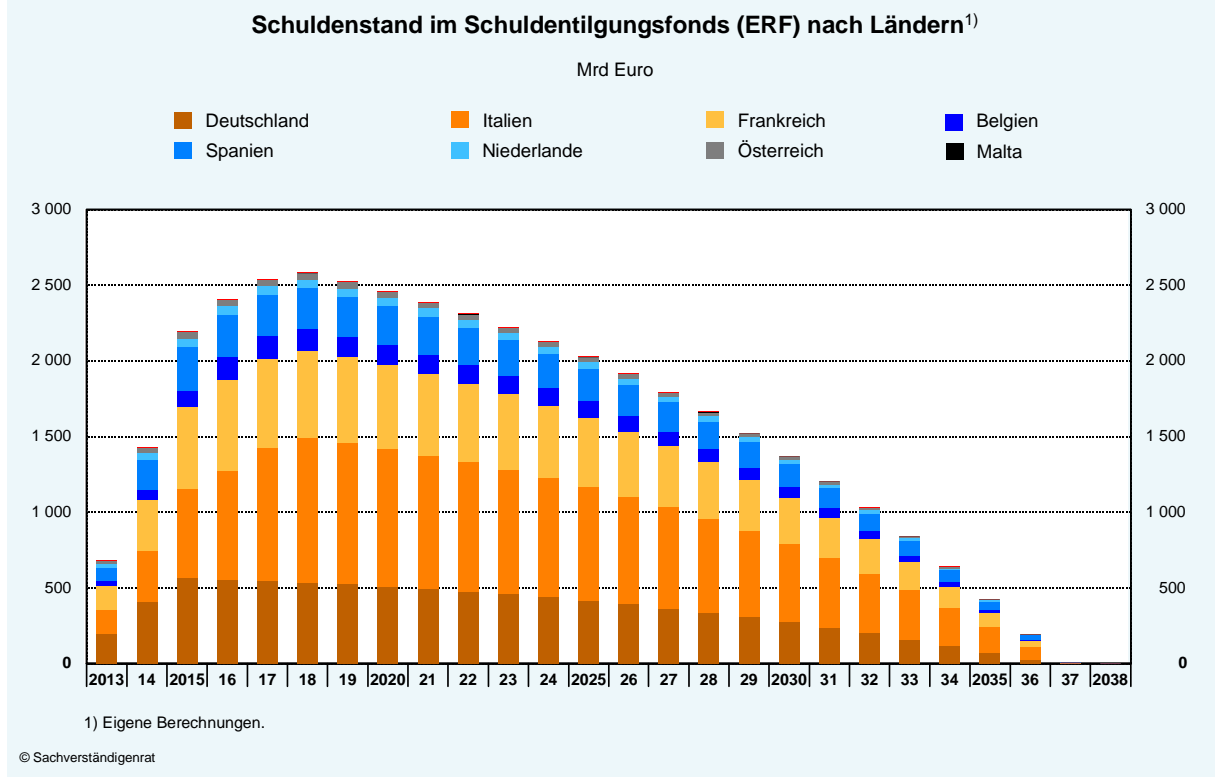
Tilgungsphase über, in der sich das Fondsvolumen sukzessive verringert. Nach 25 Jahren sind die ausgelagerten Schulden vollständig getilgt. Mit dem Abschmelzen des Schuldentilgungsfonds sinkt das Volumen der gemeinschaftlich begebenen Anleihen, bis im Jahr 2038 alle unter gemeinschaftlicher Haftung begebenen Anleihen vollständig getilgt sind (Schaubild 7, Seite 20).

**35.** Die **Zahlungsverpflichtungen** an den Fonds sollten als fester Anteil des Bruttoinlandsprodukts definiert werden. Anders als Zahlungen an private Kreditnehmer würden die Zahlungen an den Fonds daher mit der Konjunktur schwanken. Auf diese Weise würde auf europäischer Ebene, zumindest vorübergehend, ein automatischer Stabilisator mit gegenseitiger Versicherung gegen asymmetrische Schocks etabliert, der allerdings mit keinerlei negativen Anreizwirkungen verbunden wäre. Zuweisungen eines Landes an den Tilgungsfonds müssen stets so lange getätigt werden, bis die von dem Land ausgelagerten Schulden einschließlich angefallener Zinsen vollständig zurückgezahlt sind.

**36.** Die Festsetzung der Zuweisungen ließe sich beispielsweise so ausgestalten, dass jedes Land im ersten Jahr der Teilnahme ein Prozent der in den Fonds ausgelagerten Schulden tilgt und zusätzlich Zinszahlungen auf seinen Anteil in den Fonds leistet. Der Anteil dieser Zuweisungen am Bruttoinlandsprodukt würde danach konstant gehalten; die Zuweisungen würden im Zeitverlauf nominal ansteigen, die Belastung gemessen am Bruttoinlandsprodukt bliebe jedoch konstant. Zahlungsverpflichtungen an den Fonds bestehen so lange, bis alle Schulden eines Landes vollständig getilgt sind. Den teilnehmenden Mitgliedstaaten entsteht durch die Auslagerung der Schulden ein **Zinsvorteil**, der zur Tilgung der Schulden genutzt werden kann, ohne die nationalen Haushalte zusätzlich zu belasten. Dies würde vor allem die Mit-

gliedstaaten mit besonders angespannten öffentlichen Finanzen begünstigen. Lediglich für Deutschland und die Niederlande dürfte sich eine leichte Zusatzbelastung ergeben.

Schaubild 7



**37.** Die Vorzüge des Schuldentilgungspakts lassen sich möglicherweise alternativ über einen Schuldentilgungsfonds erreichen, der nicht gesamtschuldnerisch besichert ist. Wenn die von den teilnehmenden Mitgliedstaaten zu übernehmenden Risiken und Haftungssummen stärker begrenzt werden sollen, so könnte anstelle einer gesamtschuldnerischen Haftung der Schuldentilgungsfonds – so wie die EFSF – mit **teilschuldnerischer Haftung und Überbesicherung** ausgestattet werden. Um annähernd ähnlich günstige Refinanzierungsbedingungen wie bei einer gesamtschuldnerischen Haftung zu erreichen, müssten die Garantien das tatsächliche Auslagerungsvolumen übersteigen, sie wären aber erheblich niedriger als bei gesamtschuldnerischer Haftung. Würden als Anknüpfungspunkt die auszulagernden Schulden gewählt, so müsste jedes Land für etwa 210 Prozent (190 Prozent) seiner auszulagernden Schulden garantieren, damit die Anleihen des Fonds dasselbe Rating erhielten wie französische (belgische) Staatsanleihen. Jedes Land würde sich damit verpflichten, im theoretischen vollumfänglichen Haftungsfall rund 110 Prozent (90 Prozent) des ausgelagerten Betrags an fremden Schulden zusätzlich zu den eigenen zu übernehmen.

**38.** Das mit dem Schuldentilgungsfonds einhergehende Haftungsvolumen darf nicht einfach zu den Volumina der bereits beschlossenen Rettungsprogramme und -fazilitäten hinzugerechnet werden. Durch den Schuldentilgungspakt dürfte zum einen eine weitere Inanspruchnahme der noch im Rettungsschirm vorhandenen Mittel vermieden werden. Zum anderen kann damit der Teufelskreis zwischen Banken- und Staatsschulden in den Problemländern durchbrochen werden, sodass sich die EZB aus der krisenbedingten Refinanzierung des Bankensektors zu-



rückziehen könnte. Der Unterschied des Schuldentilgungspakts zu den bereits ergriffenen Hilfemaßnahmen besteht weniger in der Höhe der vergemeinschafteten Risiken, sondern eher in der Tatsache, dass diese durch den Schuldentilgungsfonds transparent gemacht werden und die vergebenen Garantien im Gegensatz zu den Notoperationen der EZB mit einer Konditionalität versehen werden können, und anders als die Hilfen des Rettungsschirms bereits wirken, bevor ein Land vollständig vom Kapitalmarkt abgeschnitten ist.

**39.** Durch die gemeinschaftliche Haftung für die in den Schuldentilgungsfonds ausgelagerten Staatsschulden sinken für die am Schuldentilgungspakt teilnehmenden Staaten die **durchschnittlichen Refinanzierungskosten**. Eine Ausnahme dürften Deutschland und die Niederlande bilden. Die für die Einhaltung der im Schuldentilgungspakt vorgeschriebenen Konsolidierungspfade erforderlichen Primärsalden sinken dadurch in einigen Mitgliedstaaten beachtlich und lassen eine Rückführung der Schuldenstandsquote auf unter 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts überhaupt erst realistisch erscheinen.

Beispielsweise würde Italien für die Einhaltung der im Schuldentilgungspakt vorgegebenen Konsolidierungspfade – ohne Teilnahme am Pakt – einen Primärüberschuss von bis zu 7,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts benötigen. Durch den Schuldentilgungspakt würde der erforderliche Primärsaldo hingegen auf 4,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts sinken (Tabelle 4). Dieser Wert liegt am oberen Rand der Primärsaldenquoten, die im historischen Vergleich über eine längere Zeit aufrechterhalten werden konnten. Die Rückkehr in eine Stabilitätsunion, in der die Schuldenstandsquoten sich in einem Bereich bewegen, in dem die Marktdisziplin die Staatsverschuldung wieder effektiv begrenzt, wird somit erst durch den Schuldentilgungspakt ermöglicht.

Tabelle 4

#### Konsolidierungsanforderungen und Schuldentilgungspakt (ERP)<sup>1)2)</sup>

	Primärsaldo 2012		Erforderlicher Primärsaldo ...			Erforderliche Verbesserung des Primärsaldos zur Erfüllung der Fiskalregeln	
			um die Fiskalregeln zu erfüllen <sup>5)</sup>		um derzeitige Schuldenstandsquote ohne ERP konstant zu halten	mit ERP ohne ERP	
	tatsächlich <sup>3)</sup>	strukturell <sup>4)</sup>	mit ERP	ohne ERP		Prozentpunkte	
	%		% des BIP				
Deutschland .....	1,7	2,1	1,9	1,5	- 0,4	0,3	- 0,2
Frankreich .....	- 1,9	- 0,5	2,3	2,8	0,9	4,2	4,7
Italien .....	3,4	4,8	4,2	7,1	4,8	0,8	3,7
Spanien .....	- 3,3	- 1,4	3,1	5,0	3,1	6,3	8,2
Niederlande .....	- 2,3	- 0,3	1,7	1,3	- 0,3	4,0	3,7
Belgien .....	0,4	1,1	2,8	4,0	2,0	2,4	3,5
Österreich .....	- 0,3	- 0,0	2,1	2,3	0,7	2,4	2,6
Malta .....	0,8	0,8	2,7	3,2	1,8	1,9	2,5

1) European Redemption Pact.– 2) Eigene Berechnungen, Quelle für Grundzahlen: EU, Mai 2012.– 3) In Relation zum nominalen BIP.– 4) In Relation zum Produktionspotenzial.– 5) Maximal erforderlicher Primärsaldo, um ein Finanzierungsdefizit von höchstens 0,5 % des BIP zu erreichen und zugleich die nicht ausgelagerten Schulden unter 60 % des BIP zu stabilisieren. Ohne ERP: Maximal erforderlicher Primärsaldo, um den gleichen Schuldenstandsverlauf zu erreichen.

### 3. Rechtliche Erwägungen

**40.** Eine wesentliche Kritik am Schuldentilgungsfonds ergibt sich aus den europa- und verfassungsrechtlichen Grenzen, die jeder Lösung für die europäische Schuldenkrise gesetzt sind. Hinsichtlich der unionsrechtlichen Rahmenbedingungen wäre eine saubere Lösung die Änderung des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), durch die der Schuldentilgungsfonds eingeführt und mit dem geltenden Unionsrecht verzahnt werden könnte. Im Zuge der Krisenpolitik hat sich der europarechtliche Rahmen allerdings immer wieder und in nicht unerheblichem Maße verändert. So wird beispielsweise in den Titel über die Wirtschafts- und Währungsunion der Artikel 136 Absatz 3 AEUV aufgenommen und die Auslegung des bestehenden Artikel 125 AEUV als striktes Nicht-Beistandsverbot ist umstritten. Nach einer verbreiteten Auffassung sind freiwillige Hilfsmaßnahmen zur Sicherung der Stabilität des Euro-Raums zulässig. Der neue Artikel 136 Absatz 3 AEUV kann dahingehend verstanden werden, dass er diese Auslegung jedenfalls für den Fall bestätigt, dass Hilfen in „unabdingbaren“ Notfällen und gegen strenge Auflagen (Konditionalität) erlaubt sind. Es wäre auch denkbar, im Zuge der ohnehin erforderlichen Änderung des AEU-Vertrages, entsprechende Klarstellungen in das Primärrecht aufzunehmen oder den Schuldentilgungsfonds institutionell in den ESM zu integrieren.

**41.** Der Schuldentilgungsfonds des Sachverständigenrates kann in einer Weise konstruiert werden, sodass die europa- und verfassungsrechtlichen Maßstäbe eingehalten werden. Er soll eingerichtet werden, um die Stabilität der Währungsunion als Ganzes zu gewährleisten und das Vertrauen der Bürger und Investoren in den Euro-Raum wiederherzustellen. Insofern stellt er einen **Krisenmechanismus** dar, der jedoch mit einer **präventiven Wirkung** verbunden ist, weil nicht nur eine glaubwürdige Konsolidierungspolitik überhaupt erst wieder möglich wird, sondern zudem die teilnehmenden Mitgliedstaaten über eine umfangreiche Zahl von Sicherungen diszipliniert werden. Dazu gehören die prinzipielle Konditionalität der Hilfen, die Strafzahlungen im Sinne von Zinsaufschlägen, Vorgaben für die nationale Erhebung der Tilgungsbeiträge (zweckgebundene Steuererhöhungen) bis hin zur automatischen Einbehaltung von nationalen Währungsreserven, die als Sicherheiten geleistet wurden. Um den Mitgliedstaaten eine möglichst verlässliche Garantie zu geben, dass das mit dem Schuldentilgungsfonds betätigte Vertrauen in das Zukunftsversprechen der wechselseitigen Haftung gegen Schuldentilgung eingehalten wird, ließe sich in den AEU-Vertrag eine ausdrückliche Regelung der Befristung des Tilgungsfonds aufnehmen.

**42.** Für die verfassungsrechtliche Beurteilung des Schuldentilgungsfonds sind die Vorgaben des Grundgesetzes in der Auslegung der bereits erwähnten Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichtes maßgebend (Ziffer 4 d). Demnach stellen die verfassungsrechtlichen Maßstäbe besondere Anforderungen an die **Begrenztheit der getroffenen Maßnahmen** in zeitlicher Hinsicht und im Hinblick auf das Haftungsvolumen der Bundesrepublik Deutschland. Es muss außerdem gewährleistet sein, dass der Deutsche Bundestag auch in Zukunft sein **Haushaltsrecht** umfassend ausüben kann. Das parlamentarische Haushaltsrecht könnte mit Blick auf das Finanzvolumen des Schuldentilgungsfonds, das die Größenordnung eines Bundeshaushalts um ein Vielfaches überschreitet, ohne entsprechende Sicherungen entkernt werden. Dass der Schuldentilgungsfonds an die verfassungsrechtlichen Grenzen politischer Gestaltung

stoßen könnte (Artikel 79 Absatz 3 Grundgesetz), ist – besonders mit Blick auf die langfristig zu erwartende Handlungsfreiheit – nicht ersichtlich.

**43.** Der prinzipielle Zustimmungsvorbehalt des Deutschen Bundestages ließe sich während der Roll-in-Phase sicherstellen, wenn der gesamte für ein Jahr zur Auslagerung in den Schuldentilgungsfonds vorgesehene Betrag vorab vom Deutschen Bundestag festgelegt werden würde. Dies würde eine – unrealistische – Zustimmung zu jeder einzelnen Refinanzierungsentscheidung des Fonds innerhalb eines Haushaltsjahres nicht erforderlich machen. Die Wahrnehmung der haushaltspolitischen Kompetenzen des Deutschen Bundestages wäre gleichwohl zu gewährleisten.

**44.** Ob das Finanzvolumen des Schuldentilgungsfonds die Gefahr einer Entleerung des Haushaltsrechts mit sich bringt, hängt letztlich von den gewährten **Sicherheiten und Konditionalitäten** ab. Von dem erwarteten Gesamtvolumen von fast 2,6 Billionen Euro wäre der deutsche Anteil der in den Fonds ausgelagerten Schulden abzuziehen. Für diesen Betrag „haftet“ die Bundesrepublik Deutschland ohnehin. Das verbleibende Volumen darf nicht einfach zu den bisher eingeleiteten „Rettungsmaßnahmen“ einschließlich derjenigen der EZB hinzugerechnet werden, weil der Tilgungsfonds die Inanspruchnahme der noch im Rettungsschirm vorhandenen Mittel vermeidet. Die zusätzliche Bindung würde jedoch von einer deutlichen Ausweitung der Konditionalität und der Sicherheiten begleitet. Im Schuldentilgungsfonds wären sogar gewisse „positive Automatismen“ eingebaut, die im Sinne der von der Bundesregierung geforderten haushaltspolitischen Durchgriffsrechte (temporär) wirken. Auf diesem Weg würde die verfassungsrechtlich problematische Entleerung des parlamentarischen Haushaltsrechts bereits aufgrund des Finanzvolumens des Fonds verhindert.

Diese Sicherheiten und Durchgriffsrechte werden allerdings zugleich den deutschen Gesetzgeber binden und den Deutschen Bundestag in seinem Haushaltsrecht einschränken. Dies müsste jedoch nicht als eine unzulässige Beschränkung der demokratischen Rechte des Parlaments verstanden werden. Es handelt sich vielmehr um **freiheitsermöglichende Bindungen**, wie sie in einem sozialen Rechtsstaat umfangreich bestehen. Die Verpflichtung der deutschen Politik, sich auf eine glaubwürdige Konsolidierung festzulegen, eröffnet dem Deutschen Bundestag in den zukünftigen Wahlperioden, finanzwirksame Entscheidungen ohne die Belastung mit übermäßigen Zinsausgaben zu treffen. Das Grundgesetz ist nach den letzten Änderungen der Finanzverfassung auf fiskalische Konsolidierung der Staatsfinanzen festgelegt. Mit dem Schuldentilgungsfonds würde zudem ein Weg eröffnet, das bislang ungelöste Problem der Altschulden anzugehen. Die aufgrund des Schuldentilgungsfonds auf Deutschland zukommenden höheren Zinszahlungen für die Refinanzierung der bestehenden Schulden sind die eigentlichen Kosten dieses Vorschlags. Deutschland müsste daher mit höheren Zinsausgaben rechnen. Gegenwärtig werden die öffentlichen Haushalte in Deutschland aber bereits mit erheblich niedrigeren Zinsausgaben begünstigt, die sich aus der Funktion Deutschlands als sicherer Hafen ergeben. Dieser durch die Krise selbst hervorgebrachte und daher in gewisser Weise künstliche Zinsvorteil würde durch den Schuldentilgungsfonds korrigiert. Die dadurch zu erwartenden Zinsniveaus liegen im Rahmen des Vertretbaren und schränken den Haushaltsgesetzgeber nicht mehr als andere Änderungen der finanziellen Rahmenbedingungen staatlichen Handelns ein.

### III. Weichenstellungen für ein stabiles Finanzsystem

45. Ein zentrales Ziel der Gipfelbeschlüsse vom 29. Juni 2012 ist es, den „Teufelskreis zwischen Banken und Staatsanleihen“ zu durchbrechen (Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets, 29. Juni 2012). Insbesondere soll es für den ESM möglich sein, **Banken direkt zu rekapitalisieren**, sobald ein **einheitlicher Aufsichtsmechanismus** unter Einbeziehung der EZB vorhanden ist. Entsprechende aufsichtsrechtliche Vorschläge der Europäischen Kommission sollen vom Europäischen Rat bis Ende des Jahres 2012 geprüft werden. Im Fall Spaniens soll rasch Klarheit über die konkreten Einzelheiten des Anpassungsprogramms für den Finanzsektor und die konkreten Schritte zur Rekapitalisierung der Banken getroffen werden. Der ESM soll für die an Spanien ausgereichten Mittel nicht den Status eines vorrangigen Gläubigers erhalten.

Um diese Beschlüsse einzuordnen, wird im Folgenden die Lage des europäischen Bankensektors kurz beschrieben, bevor die Eckpunkte eines langfristigen Ordnungsrahmens dargelegt und die wichtigsten Probleme des Übergangs geschildert werden. Vom Grundsatz her gehen die Gipfelbeschlüsse zwar in die richtige Richtung, allerdings behindern bisherige Versäumnisse in der Umsetzung von grundlegenden Finanzmarktreformen kurzfristige Lösungen der Verschuldungskrise im Euro-Raum.

#### Der europäische Bankensektor in der Krise

46. Eine enge Verknüpfung zwischen Banken und Staaten, notleidende Forderungen in den Bilanzen der Banken und eine unzureichende Eigenkapitalausstattung vieler Banken bergen ein **hohes Risiko für die Stabilität des gesamten Finanzsystems**. Kommt es zu einer Verschärfung der Krise einiger großer, systemrelevanter Banken, so kann sich diese über direkte vertragliche Verflechtungen auf andere Banken übertragen. Ein weiterer Ansteckungskanal besteht auf indirektem Wege. Werden viele Banken in einem ähnlichen Maße von Schocks getroffen, so kann dies negative Auswirkungen auf die Systemstabilität haben.

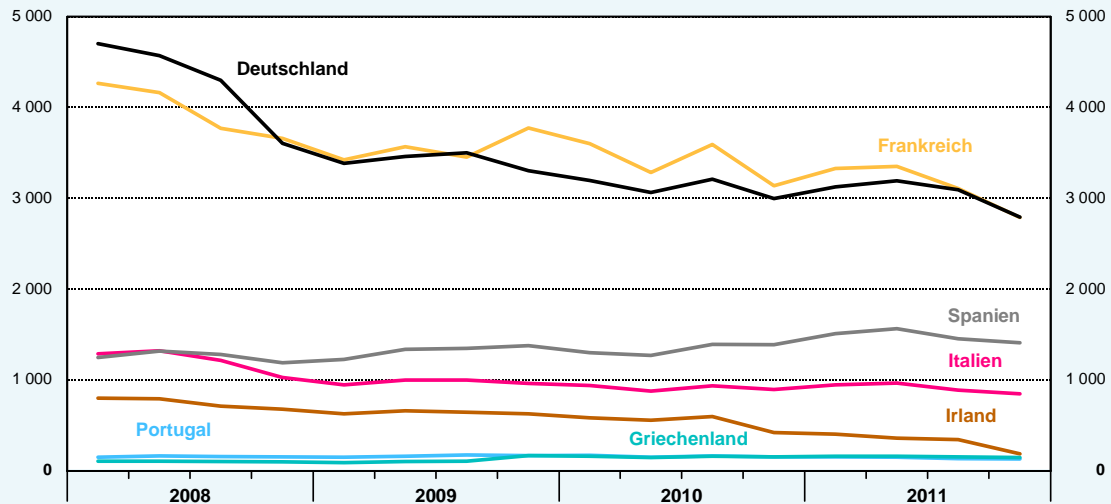
Beispielsweise kann sich bei einer Erhöhung der Unsicherheit schlagartig die Finanzierungssituation vieler Banken verschlechtern und diese zwingen, kurzfristig Aktiva abzustößen. Die resultierenden Preiseffekte wiederum können andere Banken in Mitleidenschaft ziehen. Dieses Risiko einer europaweiten Ansteckung über den Bankenkanal ist nach wie vor hoch, wenngleich die Banken in den verschiedenen Ländern des Euro-Raums ihre direkte Kreditvergabe gegenüber dem Ausland reduziert haben (Schaubild 8). In den Krisenländern ist die **Unsicherheit im Finanzsektor**, die beispielsweise an Schwankungen der Kurse von Bankaktien gemessen werden kann, hoch (Schaubild 9, Seite 26).

47. Die damit verbundenen Risiken sind nicht auf den Finanzsektor beschränkt. Letztlich kann die realwirtschaftliche Stabilisierung der betroffenen Länder nur mit einem funktionsfähigen Finanzsektor gelingen. Ebenso erfordert die weitere Stabilisierung des Finanzsektors ausreichendes Wachstum. Derzeit stockt aber das **Zusammenspiel zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft**, da mit notleidenden Forderungen belastete Banken Anrei-

Schaubild 8

### Konsolidierte Auslandsforderungen von Banken in ausgewählten Ländern gegenüber allen BIZ-Ländern<sup>1)</sup>

Mrd US-Dollar



1) Länder, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichten: Stand 21. Juni 2012.

© Sachverständigenrat

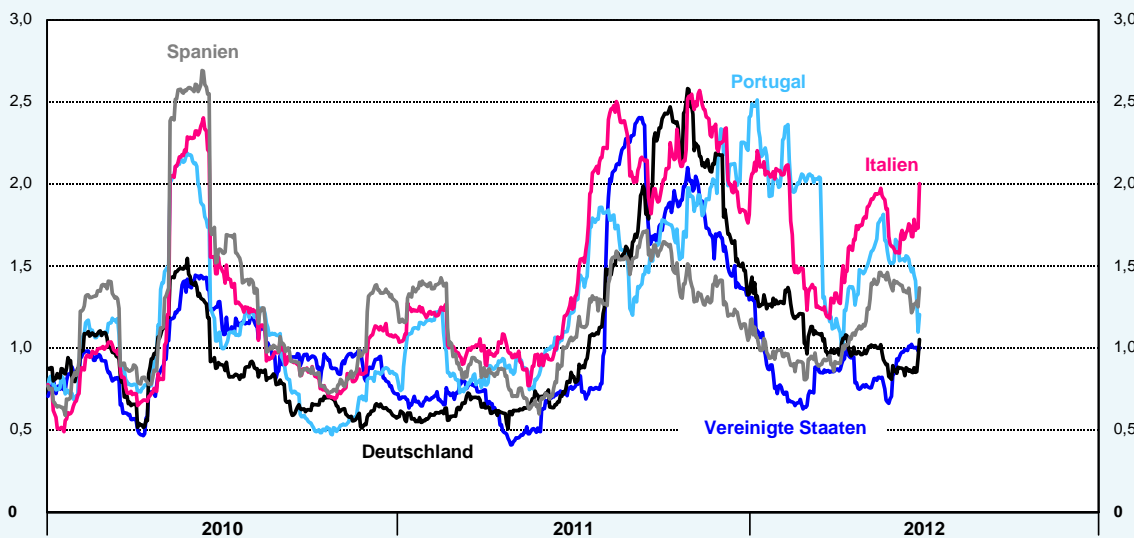
Quelle: BIZ

ze haben, alte Kredite zu überrollen, um die Probleme in ihren Bilanzen nicht offenkundig werden zu lassen (sogenanntes **Forbearance**). In der Folge stehen Kredite für neue Investitionen nur in unzureichendem Maße zur Verfügung, sodass Wachstum und sektoraler Wandel verlangsamt werden. Arbeitskräfte, die entlassen werden, können nicht von wachsenden Sektoren aufgenommen werden.

Diese Fehlentwicklungen machen aber nicht an den Grenzen der einzelnen Länder Halt, sie haben über den Außenhandels- und den Finanzmarktkanal auch negative Rückkopplungen auf die Wirtschaft des gesamten Euro-Raums. Durch das geringe Vertrauen in die Banken der Krisenländer sind die privaten Kapitalströme dorthin eingebrochen. Daher können sich viele Banken in diesen Ländern nicht länger am privaten Kapitalmarkt refinanzieren und sind in stark erhöhtem Maße auf eine **Finanzierung durch die EZB** angewiesen (Schaubild 10, links, Seite 27). Die EZB kam den Banken dabei durch die Absenkung der Standards für notenbankfähige Sicherheiten und der Gewährung von Emergency Liquidity Assistance (ELA) sogar noch entgegen. Dies alles spiegelt sich in den stark gestiegenen TARGET2-Salden innerhalb des Euro-Systems wider (Schaubild 10, rechts). Alle Mitglieder des Euro-Systems haften für die Risiken, die sich so auf die Notenbankbilanz verlagern, mit der Ausnahme von ELA-Krediten, die in nationaler Verantwortung begeben werden (JG 2011 Ziffer 135 und Kasten 7). Aufgrund externer Effekte, die von der Schieflage von Banken ausgehen, besteht auch in anderen Ländern des Euro-Raums ein Interesse, die Banken in den Krisenländern nachhaltig zu stabilisieren.

**48.** Die **realwirtschaftlichen Kosten von Finanzkrisen** können erheblich sein und hängen vor allem von der spezifischen Ausprägung einer Krise ab (JG 2011 Kasten 15; Fenstra und

Schaubild 9

Volatilität aggregierter Preisindizes für Bankaktien ausgewählter Länder<sup>1)</sup>

1) Die annualisierten historischen Volatilitäten wurden auf der Basis von Tageswerten der vergangenen 30 Tage berechnet.

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat

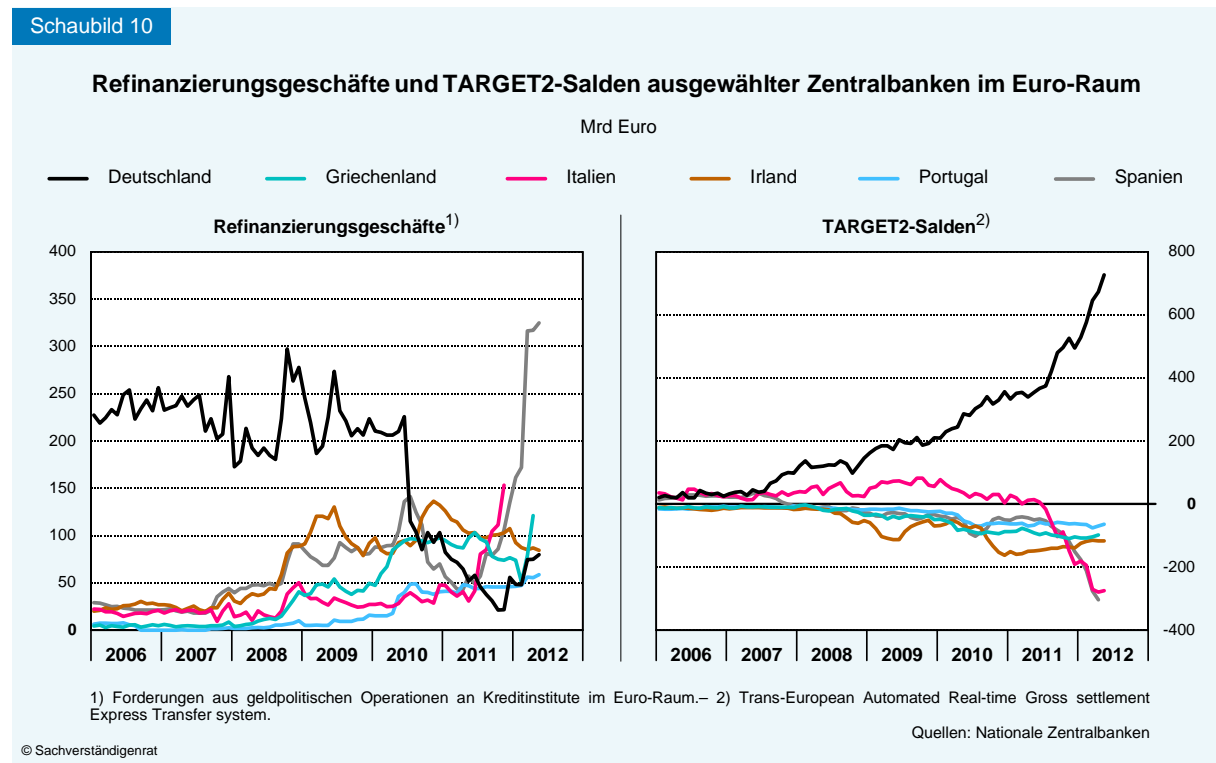
Taylor, 2008). Während kombinierte Schulden- und Währungskrisen im Durchschnitt fünf Jahre anhalten und – gemessen als Abweichung des tatsächlichen Bruttoinlandsprodukts von einem geschätzten Bruttoinlandsprodukt ohne Krisensituation – Kosten von durchschnittlich rund 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts verursachen, steigt die Dauer bei gleichzeitigen Schulden- und Banken Krisen auf durchschnittlich acht Jahre, bei Kosten von durchschnittlich 13 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (De Paoli et al., 2006).

**49.** Eine **Stabilisierung des Bankensektors** sollte aus diesen Gründen im Zentrum wirtschaftspolitischen Handelns stehen. Hierbei ist die Politik einem Zielkonflikt ausgesetzt: Einerseits sollte die Regulierung der Banken mittel- bis langfristig verschärft werden, und die Banken sollten insbesondere mehr Eigenkapital vorhalten, um Risiken in ihren Bilanzen aus eigener Kraft abfedern zu können. Andererseits kann eine Verschärfung der Regulierung von Banken aber auch krisenhafte Entwicklungen beschleunigen, insbesondere dann, wenn die Altlasten der Vergangenheit noch nicht in ausreichendem Maß bewältigt wurden.

### Ein langfristiger Ordnungsrahmen für den europäischen Bankensektor

**50.** Viele der derzeit auf europäischer Ebene diskutierten Reformen und insbesondere die im Rahmen einer **Bankenunion** geplanten Schritte haben das Ziel, einen langfristigen europäischen Ordnungsrahmen zu schaffen. Die EZB fordert beispielsweise die Stärkung der Bankenaufsicht auf europäischer Ebene, ein europäisches Einlagensicherungssystem sowie die Einführung europaweiter Regeln zur Bewältigung von Schieflagen bei Banken (EZB, 2012). Die Gipfelbeschlüsse vom 29. Juni 2012, welche grundsätzlich die Möglichkeit einer direkten Rekapitalisierung der Banken durch den ESM vorsehen, knüpfen dies an die vorherige Etablierung eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus für den Euro-Raum.

Schaubild 10



**51.** Der Sachverständigenrat hat bereits in früheren Gutachten die zentralen Eckpunkte eines langfristigen Ordnungsrahmens für den europäischen Bankensektor spezifiziert (JG 2009 Ziffern 196 ff.). Hierzu zählen eine **zentrale pan-europäische Bankenaufsicht** sowie Regelungen für die **Restrukturierung und Abwicklung von Banken**. Die europäische Bankenaufsicht sollte über ausreichende Informationen, wirksame Eingriffsrechte und Instrumente verfügen, um Fehlentwicklungen zu vermeiden oder bereits frühzeitig zu korrigieren. Ein europäisches Abwicklungsregime mit einer Restrukturierungs- oder Abwicklungsbehörde benötigt eine ausreichende finanzielle Grundlage, um im akuten Krisenfall schnell und gezielt eingreifen zu können. Diese soll durch eine Bankenabgabe aufgebaut werden, es ist aber auch ein ex ante festgelegter fiskalischer Finanzierungsmechanismus erforderlich. Im Gegensatz zu einer umfassenden Bankenunion ist eine gemeinsame Einlagensicherung nicht zwingend Bestandteil des vom Sachverständigenrat vorgeschlagenen Ordnungsrahmens.

**52.** Für eine stärkere Zentralisierung von Aufsichts-, Restrukturierungs- und Abwicklungskompetenzen auf europäischer Ebene sprechen gerade vor dem Hintergrund einer einheitlichen Geldpolitik vor allem zwei Überlegungen. Erstens besteht bei einer Aufsicht auf rein nationaler Ebene die Gefahr, dass diese nicht ausreichend unabhängig gegenüber einflussreichen Interessengruppen agieren kann und deshalb Risiken auf die europäische Ebene abgewälzt werden. Einen Anreiz, Probleme in den Bilanzen der Banken nicht offenzulegen, gibt es nicht nur bei den Banken selbst, vielmehr besteht dieser Anreiz ebenfalls bei den Aufsichtsbehörden, die bei einer Offenlegung von Problemen eigene aufsichtsrechtliche Fehleinschätzungen eingestehen müssten.

Ein zweiter Grund für eine stärkere europäische Zentralisierung der Aufsichts-, Restrukturierungs- und Abwicklungskompetenzen ergibt sich aus der Tatsache, dass die europäischen Finanzmärkte eng miteinander verflochten und viele Banken international tätig sind. Wenn dabei die Aufsicht rein national organisiert ist, können die zwischen den Ländern bestehenden finanziellen Verflechtungen und die damit einhergehenden Risiken nur unzureichend identifiziert werden.

**53.** Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die umfangreichen rechtlichen Anpassungen, die für eine solche Vereinheitlichung der Aufsichts- und Restrukturierungsregime nötig wären, kurzfristig umgesetzt werden können. Dass die Umsetzung der entsprechenden rechtlichen Rahmenbedingungen erhebliche Zeit in Anspruch nehmen wird, zeigen die Pläne der Europäischen Kommission bezüglich einer **Richtlinie**, die die Vereinheitlichung und Stärkung der Aufsichtsbefugnisse im Rahmen der Prävention, Frühintervention und Abwicklung von Banken auf europäischer Ebene zum Ziel hat (Europäische Kommission, 2012). Die Richtlinie soll gewährleisten, dass alle nationalen Aufsichts- und Abwicklungsbehörden mit einem einheitlichen Mindestinstrumentarium für die Krisenprävention und -intervention ausgestattet werden. Die Kommission selbst rechnet nicht mit einer Anwendung der Vorschriften vor dem Jahr 2015 und sieht selbst diese Richtlinie lediglich als einen ersten Schritt.

**54.** Die Schritte hin zu einem neuen regulatorischen Rahmen für die europäischen Finanzmärkte und die nötigen rechtlichen Änderungen nehmen somit **erhebliche Zeit** in Anspruch. Insbesondere erfordert eine Abtretung von Aufsichtsfunktionen auch eine Abtretung von Souveränitätsrechten. Dass bisher in diesen Bereichen wenig Fortschritte gemacht worden sind, behindert einerseits die kurzfristige Lösung der Probleme im Bankensektor. Andererseits kann eine Rekapitalisierung und Restrukturierung der Banken aber auch nicht warten, bis alle offenen regulatorischen Fragen geklärt sind. Umso wichtiger ist es, jetzt die **Prioritäten richtig zu setzen**.

In der Zeit seit Ausbruch der Finanzkrise sind zwar eine Reihe von Änderungen der Finanzmarktregulierungen auf den Weg gebracht worden; nicht immer sind dabei jedoch die Schwerpunkte richtig gesetzt worden. Statt sich etwa auf die Einführung einer Finanztransaktionsteuer zu konzentrieren, hätte es das vordringliche Ziel der Politik sein sollen, einen rechtlichen Rahmen zu schaffen, der die Anreize im Bankensektor richtig setzt, die Wahrscheinlichkeit von Systemkrisen reduziert und den besseren Umgang mit Krisen ermöglicht. Die bislang unternommenen Schritte sind unzureichend und erhebliche Zeit ging bereits verloren.

**55.** Im Zuge der Diskussion um eine europäische Bankenunion ist zudem die Notwendigkeit einer **europäischen Einlagensicherung** erörtert worden. Allerdings kann eine Einlagensicherung nicht die Antwort auf das aktuelle Problem der unzureichenden Kapitalisierung vieler europäischer Banken sein. Denn die sofortige Einführung einer europäischen Einlagensicherung käme dem Abschluss einer Versicherung gleich, der erfolgt, nachdem der von ihr abzusichernde Schadensfall bereits eingetreten ist. Grundsätzlich wäre



ein europäisches Einlagensicherungssystem erst dann denkbar, wenn der langfristige Regulierungsrahmen vollständig eingeführt wurde und ausreichende Eingriffsrechte der Aufsichts- und Restrukturierungsinstitutionen sichergestellt sind.

Diese Voraussetzungen sind unabdingbar, da eine Einlagensicherung – wie jede andere Versicherung auch – das Risiko von Fehlverhalten aufgrund verzerrter Anreize birgt. Schlecht ausgestaltete Einlagensicherungssysteme senken Risiken im Bankensektor nicht, sondern können diese Risiken vielmehr erhöhen. Daher müsste eine Versicherungsgebühr so an die Risiken einer Bank angepasst werden, dass die Wahrscheinlichkeit von Schiefagen bei den Banken tatsächlich sinkt. Kann dieses Ziel nicht erreicht werden, könnte eine Einlagensicherung auf europäischer Ebene zu einem Transfermechanismus werden und Anreize zur Verschuldung tendenziell erhöhen.

**56.** Unabhängig von der konkreten Ausgestaltung einer Bankenunion sollten länderübergreifende Absicherungsmechanismen für Banken nur dann eingeführt werden, wenn entsprechende aufsichtsrechtliche Kompetenzen und Durchgriffsrechte auf die europäische Ebene verlagert werden. Eine **gemeinsame Haftung erfordert gemeinsame Kontrolle**. So wichtig Schritte in diese Richtung sind, so wenig sollte eine Bankenunion als Lösung der kurzfristigen Probleme gesehen werden. Ein überhastetes Vorgehen würde vielmehr sogar die Gefahr bergen, dass aufgrund kurzfristig drängender Probleme die Weichen für die Zukunft falsch gestellt werden. Kurzum: Die Umsetzung einer Bankenunion unter Zeitdruck birgt Risiken. Daher müssen jetzt kurzfristige Lösungen gefunden werden, die im derzeit gegebenen institutionellen Rahmen die erforderlichen Rekapitalisierungen der Banken auf der Grundlage klar festgelegter Prinzipien ermöglichen. Zudem müssen die Weichen für eine zukünftige institutionelle Neuordnung richtig gestellt werden.

### **Prinzipien einer staatlichen Rekapitalisierung von Banken**

**57.** Typischerweise treten in Finanzkrisen Probleme auf, die so dringlich sind, dass Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems nicht aufgeschoben werden können, bis die Details eines neuen institutionellen Ordnungsrahmens ausformuliert sind. Ein solches Problem liegt aktuell bei Spanien vor, das bereits einen Antrag auf Mittel zur Rekapitalisierung der Banken durch die EFSF gestellt hat. Um zu diskutieren, welche konkreten Schritte jetzt durch die europäische Politik unternommen werden sollten, ist es sinnvoll, zunächst die **Prinzipien einer zielführenden Krisenlösung** zu formulieren. Hierbei geht es darum, die Mittel effektiv einzusetzen und zu verhindern, dass die kurzfristige Linderung der Probleme den Weg zu einem langfristigen Ordnungsrahmen verstellt.

Im Zentrum einer kurzfristigen Stabilisierung muss eine verbesserte Ausstattung der Banken mit Eigenkapital stehen. **Mehr Eigenkapital** macht nicht nur die einzelne Bank krisenresistenter; mehr Eigenkapital im Bankensystem als Ganzes reduziert auch die ansonsten zu großen Hebelwirkungen, die zu systemischen Krisen führen können. Die Marktentwicklungen nach dem Konkurs von Lehman Brothers haben gezeigt, dass relativ kleine Schocks, die das Finanzsystem treffen, große systemische Auswirkungen haben

können, wenn sich viele Banken gleichzeitig und gleichgerichtet an diese Schocks anpassen müssen.

**58.** Gerade die Erfahrungen Japans verdeutlichen exemplarisch, welche **Fehlanreize von einer verschleppten Rekapitalisierung und Restrukturierung der Banken** für die Realwirtschaft ausgehen können. Japanische Banken haben in den 1990er-Jahren und Anfang der 2000er-Jahre aufgrund einer zu geringen Kapitalausstattung notleidende Kredite verlängert und bestehende Kreditlinien ausgeweitet, wodurch nicht tragfähige realwirtschaftliche Geschäftsmodelle weiter am Leben gehalten wurden (Caballero et al., 2008; Peek und Rosengren, 2005). Um ein „japanisches Szenario“ zu vermeiden, sollten daher angeschlagene Banken zügig und entschlossen rekapitalisiert und restrukturiert werden. Aus Erfahrungen mit früheren Bankenkrisen lassen sich folgende Kriterien für eine erfolgreiche Rekapitalisierung und Restrukturierung von Banken ableiten (Hoshi und Kashyap, 2010; BMWi Beirat, 2008):

(1) Zur Ermittlung des notwendigen **Kapitalbedarfs** sind gründliche Audits der Banken erforderlich. Interne Berechnungen der Banken reichen nicht aus, denn gerade in einer Krise haben Banken Anreize, Risiken systematisch zu unterschätzen und bilanzielle Ermessensspielräume zu nutzen (JG 2009 Ziffer 263; Huizinga und Laeven, 2009). Auch Stresstests und andere Untersuchungen, wie sie etwa von der europäischen Bankenaufsicht (EBA) mit dem Blitztest zuletzt im Herbst 2011 durchgeführt wurden, decken in der Regel nicht den gesamten Abschreibungsbedarf auf. Unter den derzeitigen institutionellen Rahmenbedingungen müsste diese Bestandsaufnahme von der EBA in Kooperation mit den nationalen Aufsichtsbehörden und externen Experten durchgeführt werden.

(2) Im Idealfall sollten die Banken notwendiges Kapital über die Märkte aufnehmen oder intern durch einbehaltene Gewinne bilden. Gerade diese Anpassungskanäle sind aber in einer Krise verstopft. Würde man die Banken zwingen, erhöhte Eigenkapitalanforderungen in der Krise zu erfüllen, würde man sie gleichzeitig zwingen, einen Teil der Anpassung über eine Reduktion ihrer Bilanzsumme vorzunehmen. Dieses Deleveraging wiederum kann Krisen verschärfen. Aufgrund negativer Signalwirkungen und der zu erwartenden Einschränkungen ihrer Geschäftspolitik nehmen Banken zusätzliches staatliches Kapital zudem nicht freiwillig an, sodass eine **zwangsweise Rekapitalisierung** erforderlich sein kann.

(3) Werden zusätzliche Finanzmittel vom Staat bereitgestellt, so ist sicherzustellen, dass hiermit in ausreichendem Maße **Kontrollrechte** übernommen werden. Die reine Bereitstellung von Garantien, der Kauf von Aktiva oder die Übertragung von notleidenden Aktiva an eine Bad Bank erfüllen diese Bedingungen nicht, wenn hiermit keine Änderungen der Kontroll- und Eigentumsstrukturen verbunden sind.

(4) Damit eine staatliche Rekapitalisierung erfolgreich sein kann, müssen die Banken effektiv **saniert und restrukturiert** werden. Dies kann im Ergebnis die deutliche Schrumpfung oder sogar die Abwicklung von solchen Banken bedeuten, die kein nachhaltiges Geschäftsmodell

haben. Hierfür fehlt, wie oben bereits geschildert, für das europäische Bankensystem bislang noch ein effektiver rechtlicher Rahmen.

**59.** Bei einer staatlichen Rekapitalisierung geht es nicht darum, dauerhaft mehr staatlichen Einfluss auf die Banken zu nehmen. Das Gegenteil ist der Fall: Eine staatliche Rekapitalisierung sollte das Ziel haben, eine möglichst schnelle Gesundung der Banken zu ermöglichen, die Kosten für den Steuerzahler zu reduzieren und die Funktionsweise des Bankensektors durch eine Reprivatisierung der Banken wiederherzustellen (BMWi Beirat, 2008).

### **Was jetzt zu tun ist**

**60.** Aus diesen allgemeinen Überlegungen ergeben sich konkrete Empfehlungen, die bei der Ausformulierung der Bedingungen für Mittel zur Bankenrekapitalisierung aus der EFSF oder dem ESM berücksichtigt werden sollten. Generell sollte in Europa die Zeit genutzt werden, bereits im Vorfeld einer krisenhaften Zuspitzung Fehlentwicklungen mit weit geringeren Maßnahmen und weniger gravierenden Eingriffen zu beheben.

**61.** Allgemein können auf Ebene der einzelnen Bank, der nationalen Aufseher oder der Regierung Anreize bestehen, Probleme im Bankensystem zu verschleppen. Als Folge von Unterstützungsmaßnahmen, die mit einer Restrukturierung der betroffenen Banken verbunden sein können, würden die Verfügungsrechte von Management und Eigentümern der Banken eingeschränkt. Und für das betreffende Land könnte ein Antrag auf internationale Unterstützung an den Finanzmärkten als negatives Signal aufgefasst werden und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen eines Landes als Ganzes in Frage stellen. Spanien kann hier als Beispiel dienen, denn die Regierung hat sich nur unter Druck entschlossen, Mittel zur Bankenrekapitalisierung aus der EFSF in Anspruch zu nehmen.

Um zukünftig diesem Problem der **(Regulatory) Forbearance** zu begegnen, sollte von der EBA oder der EZB der notwendige Druck ausgehen, die Probleme auf Einzelinstitutsebene anzugehen. Allerdings kann nach den bisherigen Regeln die EBA lediglich dadurch tätig werden, dass sie Empfehlungen an die nationalen Aufsichtsbehörden abgibt. Weder die EBA noch die EZB haben direkte Aufsichts- oder Restrukturierungskompetenzen. Es wäre daher daran zu denken, dass die EBA zusätzlich durch eine öffentliche Warnung an die Regierungen oder die Banken die Möglichkeit erhält, Druck auszuüben, wobei jedoch berücksichtigt werden muss, dass die Unsicherheit an den Märkten hierdurch erhöht werden kann. Die EZB könnte über eine Verschärfung ihrer Anforderungen an die Kriterien, die Banken für einen Zugang zur Notenbankrefinanzierung erfüllen müssen, aktiv werden. Hierzu wäre es allerdings erforderlich, dass die EZB entgegen der derzeitigen Praxis Zugang zu aufsichtsrechtlich relevanten Informationen zur Lage der betroffenen Banken erhält.

**62.** Gleichzeitig ist ein finanzieller Absicherungsmechanismus erforderlich, falls sich unterkapitalisierte Banken kein frisches Kapital an den Finanzmärkten oder über die Einbehaltung von Gewinnen beschaffen können und zugleich das betreffende Land den Kapitalbedarf nicht selbst tragen kann. Die EFSF und später der ESM bieten daher

grundsätzlich die Möglichkeit, **Finanzhilfen für eine Rekapitalisierung** zur Verfügung zu stellen. Das Verfahren sieht nach Artikel 15 des ESM-Vertrags vor, dass der ESM Finanzhilfen in Form von Darlehen an ein Mitgliedsland gewähren kann, die dem konkreten Zweck dienen sollen, dessen Finanzinstitute zu rekapitalisieren. Der Kredit wird dabei grundsätzlich nicht an die betroffenen Institute, sondern an das Land vergeben, das dann für die Rückzahlung garantiert. Diese Finanzhilfen sind an Auflagen geknüpft, die in einem Memorandum of Understanding (MoU) festgehalten werden. Diese Auflagen sollten den oben genannten Kriterien genügen und insbesondere eine Restrukturierung und gegebenenfalls Abwicklung der betroffenen Banken nicht ausschließen.

**63.** Spanien hat bereits einen Antrag auf Mittel zur Rekapitalisierung seiner Banken durch die EFSF gestellt. Gemäß den oben genannten Kriterien für eine Rekapitalisierung wurde in einem ersten Schritt bereits eine detaillierte und umfassende Ermittlung des Rekapitalisierungsbedarfs unter **Hinzuziehung externer Experten** eingeleitet. Auf dieser Grundlage ist ein „Fahrplan“ für eventuell notwendige **volumenmäßige Kapitalerhöhungen** der einzelnen Institute festzulegen. So kann ein unkontrollierter Abbau von Aktiva verhindert werden, gleichzeitig muss aber auch ein ausreichender Spielraum für notwendig werdende Umstrukturierungen der Bilanzen vorhanden sein.

**64.** Die Bereitstellung von öffentlichen Mitteln zur Rekapitalisierung durch die EFSF oder den ESM bedeutet einen nicht unerheblichen **Wettbewerbsvorteil** für die betreffenden Institute und birgt die Gefahr der politisch motivierten Einflussnahme auf die Kreditvergabe. Daher muss sichergestellt sein, dass Banken, die finanzielle Unterstützung erhalten, von einer politisch unabhängigen europäischen Institution überwacht werden. Hier bieten sich im derzeitigen institutionellen Rahmen prinzipiell die EBA oder die EZB an. Eine enge Kooperation mit der europäischen Wettbewerbsbehörde ist zudem unabdingbar. Deren Aufgabe sollte es sein, Auflagen für das betreffende Institut, wie einen Teilverkauf von Geschäftssparten, sowie klare Pläne für einen Ausstieg aus Staatsbeteiligungen an Banken zu erarbeiten und durchzusetzen.

Bis ein zentrales europäisches Aufsichts-, Restrukturierungs- und Abwicklungsregime eingerichtet sein wird, wäre es übergangsweise sinnvoll, dass **Kompetenzen und Durchgriffsrechte** in gewissem Umfang bei einer bestehenden europäischen Institution angesiedelt sind, um die notwendigen Kontrollfunktionen mit auszuüben und die Restrukturierung zu begleiten. Das Land würde somit beim ESM oder der EFSF einen Kredit aufnehmen, damit Eigenkapitalanteile der betreffenden Banken übernehmen und die damit verbundenen Stimmrechte sodann an den ESM oder die EFSF übergeben. Da diese derzeit weder funktional noch personell in der Lage sind, Kontrollfunktionen in den Banken auszuüben, müssten operative Funktionen der Restrukturierung und Sanierung der Banken von nationalen Aufsichtsbehörden in Kooperation mit einer europäischen Institution übernommen werden. Sowohl der Weg über die EBA als auch der Weg über die EZB wären hier gangbar. Insofern die EZB beteiligt ist, muss sichergestellt sein, dass eine ausreichende Trennung zwischen geldpolitischen und aufsichtsrechtlichen Funktionen gewährleistet ist.

Jedoch sollte der langfristige Weg für eine Neuordnung der Aufsichtsstrukturen in Europa weiterhin offen bleiben.

**65.** Auf Grundlage der Erfahrung mit den Problemen im spanischen Bankensektor ist auch diskutiert worden, ob die Mittel zur Rekapitalisierung von Banken an das Land selbst gegeben werden sollten, wie es derzeit im ESM-Vertrag vorgesehen ist, oder auch direkt an die Banken fließen können, wie es nach den Gipfelbeschlüssen vom 29. Juni 2012 zukünftig unter bestimmten Voraussetzungen möglich sein soll. Eine **direkte Mittelvergabe an das Land** hat aus Sicht des betroffenen Landes den Nachteil, dass der ausgewiesene Schuldenstand durch die Nutzung der EFSF oder des ESM entsprechend erhöht wird und so möglicherweise die Refinanzierung dieses Landes verteuert.

Im Einklang mit dem Prinzip, dass die **Einheit von Haftung und Kontrolle** gewährleistet sein sollte, haben die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums beschlossen, diesen Weg zwingend daran zu knüpfen, dass zunächst eine europäische Aufsicht eingerichtet wird. Schon angesichts des für die Einrichtung notwendigen Zeitbedarfs dürfte diese zwingende Voraussetzung dazu führen, dass dieses alternative Verfahren kurzfristig nicht zum Zuge kommt. Zudem reicht es nicht aus, wie der Bezug auf Artikel 127 Absatz 6 AEUV nahelegt, lediglich Aufsichtskompetenzen auf die europäische Ebene zu verlagern; es müssten vielmehr auch Restrukturierungs- und Abwicklungskompetenzen auf europäischer Ebene vorhanden sein, wenn den Banken Mittel für eine Rekapitalisierung direkt zur Verfügung gestellt werden und der betreffende Staat möglicherweise nicht mehr direkt haftet.

## **Fazit**

**66.** Der europäische Banken- und Finanzsektor ist in einer akuten Krisensituation, die schnelles Handeln der Politik erfordert. Gleichzeitig erschweren regulatorische Versäumnisse der Vergangenheit das Krisenmanagement. Im Kern gehen die Gipfelbeschlüsse vom 29. Juni 2012 insofern in die richtige Richtung, als sie die Verflechtung zwischen Banken und Staaten in das Zentrum rücken. Entscheidend werden die konkrete Ausgestaltung und vor allem die Geschwindigkeit der Umsetzung der geplanten Maßnahmen sein. Aus Sicht des Sachverständigenrates sollte sich die Politik an einem **Drei-Punkte-Plan** orientieren, der folgende Elemente enthält:

### **1. Akutes Krisenmanagement**

**67.** Eine Lösung der Probleme des spanischen Bankensektors kann nicht warten, bis ein langfristiger Ordnungs- und Regulierungsrahmen für das europäische Bankensystem etabliert ist. Gleichwohl sollte möglichst schnell Klarheit darüber geschaffen werden, wie die von Spanien bei der EFSF beantragten Mittel zur Rekapitalisierung der Banken konkret eingesetzt werden sollen. Bei deren Nutzung sollte es darum gehen, Fehler aus früheren Krisen zu vermeiden. Die Rekapitalisierung und Restrukturierung sollte entlang **klarer Kriterien** erfolgen: Nach einer gründlichen Bestandsaufnahme der Bankbilanzen unter Beteiligung externer Experten sollte der Kapitalbedarf der Institute ermittelt werden. Nur wenn dieser nicht aus privaten oder nationalen Quellen gedeckt werden kann, sollten Kredite der EFSF

oder des ESM an das Mitgliedsland vergeben werden, das dann die Banken mit staatlichem Kapital rekapitalisieren kann. In jedem Fall sollte vom Staat echtes Eigenkapital mit den damit verbundenen Kontrollbefugnissen bereitgestellt werden. Ziel sollte es sein, die Banken zu restrukturieren, sodass sie zukünftig nachhaltige Geschäftsmodelle aufweisen. Hierbei ist eine enge Einbeziehung europäischer Institutionen und speziell der Wettbewerbsbehörden erforderlich.

**68.** Um eine Verschleppung von Problemen in den Bankensektoren zu verhindern, sollte die EZB verbesserten **Zugang zu aufsichtsrechtlichen Informationen** erhalten, um die Lage der Banken einschätzen zu können. Sie kann dann die Voraussetzungen für Refinanzierungsgeschäfte an die Solidität des Einzelinstituts anknüpfen und so Druck auf nationale Aufseher ausüben, Probleme im Bankensektor frühzeitig anzugehen.

Sollte eine Nutzung des ESM für die Rekapitalisierung von Banken erforderlich sein, so sollte diese zunächst ausschließlich über die Regierungen erfolgen. Auf absehbare Zeit dürften die Bedingungen, die im Beschluss der Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums vom 29. Juni 2012 für eine direkte Mittelvergabe an die Banken formuliert wurden, im Sinne einer Vereinheitlichung der Aufsicht nicht erfüllt sein. Zudem reicht eine vereinheitlichte Aufsicht allein nicht aus; es müssen vielmehr auch Restrukturierungs- und Abwicklungskompetenzen auf europäische Ebene verlagert werden.

## 2. Bisherige Versäumnisse nachholen

**69. Langfristig** sollte eine effektive Aufsicht auf europäischer Ebene dafür sorgen, dass die Wahrscheinlichkeit von Krisen vermindert und deren Ausmaß reduziert wird. Eine Schlüsselrolle spielt hierbei eine **bessere Kapitalausstattung** der Banken, um deren Risikotragfähigkeit zu erhöhen. Parallel dazu ist die **Etablierung von Mechanismen zur Restrukturierung und Abwicklung von Banken** erforderlich. Sollte die Nutzung gemeinsamer Finanzmittel zur Restrukturierung von Banken erforderlich werden, so müssten auch gemeinsame Kontrollmechanismen verfügbar sein.

**70.** Seit Beginn der Finanzkrise sind bereits mehr als vier Jahre verstrichen, in denen wichtige europäische Reformen der Finanzmärkte zwar intensiv diskutiert, allerdings kaum begonnen und erst recht nicht konsequent umgesetzt wurden. Eine umfassende Lösung der Schuldenkrise in Europa wird derzeit nicht zuletzt dadurch erschwert, dass es keine effektiven und europaweit abgestimmten Verfahren zur Restrukturierung und Abwicklung von Banken, insbesondere großer und grenzüberschreitend tätiger Institute, gibt. Reformen in diesen Bereichen sollten daher Vorrang haben.

## 3. Keine Schnellschüsse hin zur Bankenunion

**71.** Bis zu einer Bankenunion ist es noch ein weiter Weg. Zentrale Fragen, die zu klären sind, betreffen die Ansiedelung und Ausgestaltung der Bankenaufsicht, die Etablierung einheitlicher Verfahren zur Abwicklung und Restrukturierung von Banken, die Einlagensicherung und nicht zuletzt die damit verbundenen Finanzierungsfragen. Ein

langfristiges System, bei dem Haftung und Kontrolle zusammenfallen, erfordert nicht zuletzt die Aufgabe nationaler Souveränitätsrechte. Dies wird somit zwingend einige Zeit in Anspruch nehmen; umso wichtiger ist es, die erforderlichen Änderungen der Regulierung jetzt auf den Weg zu bringen.

## Literatur

- BMWi Wissenschaftlicher Beirat (2008) *Brief an Minister Michael Glos "Zur Finanzkrise"*, 10.10.2008. Berlin.
- Caballero, R. J. T. Hoshi und Anil K. Kashyap (2008) *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, American Economic Review, American Economic Association, vol. 98(5), pages 1943–77, December.
- De Paoli, B. G. Hoggarth und V. Saporta (2006) *Costs of sovereign default*, Bank of England, Financial Stability Paper No. 1.
- EFSF (2012), *EFSF Guidelines on Recapitalisation of Financial Institutions (FIs) via loans to non-programme countries*, heruntergeladen am 1. Mai 2012 von <http://www.efsf.europa.eu/about/legal-documents/index.htm>.
- Europäische Kommission (2012) *Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG und 82/891/EG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG und 2011/35/EG sowie der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010, COM(2012)280*.
- Europäische Zentralbank (2012) *Financial Stability Review*, June 2012.
- Feenstra, R. und A. Taylor (2008) *International Economics*, New York: Worth Publishers.
- Hoshi, T. und A. K. Kashyap (2010) *Will the U.S. bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan*, Journal of Financial Economics 97(3): 398-417.
- Huizinga, H. und L. Laeven, Accounting (2009) *Discretion of Banks During a Financial Crisis*, IMF Working Paper WP/09/207, Journal of Financial Economics (forthcoming).
- NJW (2011) *BVerfG: Griechenland-Hilfe und Euro-Rettungsschirm – Keine Verletzung der Haushaltsautonomie des Bundestags*, Neue Juristische Wochenschrift, 40, 2946-2952.
- Peek, J. and E. S. Rosengren (2005) *Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan*, American Economic Review 95(4): 1144-1166.
- Shambaugh, Jay C. (2012) *The Euro's Three Crisis*, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012.