

Professor Dr. iur. Dietrich Murswiek

An das  
Bundesverfassungsgericht  
Schloßbezirk 3  
76131 Karlsruhe

22.10.2015

## Verfassungsbeschwerde

Beschwerdeführer:

Dr. Peter Gauweiler  
Promenadeplatz 9, 80333 München

Namens und kraft Vollmacht des Beschwerdeführers erhebe ich

### **Verfassungsbeschwerde**

gegen

1. den Beschluss des EZB-Rats vom 22. Januar 2015 über ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme – EAPP) und gegen die Wertpapierkäufe auf der Basis dieses Programms,
2. die Untätigkeit der Bundesregierung im Hinblick auf das Expanded Asset Purchase Programme (EAPP) der EZB und im Hinblick auf die Befangenheitspraxis der EZB-Organen

## Gliederung

Abkürzungen.....	7
Antrag .....	8
A. Sachverhalt.....	9
I. Das Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP.....	9
II. Das Expanded Asset Purchase Programme – EAPP.....	11
III. Die Befangenheit von EZB-Präsident Draghi .....	14
IV. Die Untätigkeit der Bundesregierung.....	15
B. Zulässigkeit .....	16
I. Beschwerdefähigkeit .....	16
II. Beschwerdegegenstand .....	16
1. Die angegriffenen Maßnahmen der EZB.....	16
2. Das Unterlassen der Bundesregierung.....	20
III. Beschwerdebefugnis .....	20
IV. Rechtswegerschöpfung.....	20
V. Beschwerdefrist.....	20
C. Begründetheit .....	22
I. Maßstäbe des Grundgesetzes für die Europäische Währungsunion.....	23
1. Probleme der demokratischen Legitimation der EZB .....	24
2. Die Budgethoheit des Bundestages.....	26
3. Integrationsverantwortung der deutschen Staatsorgane .....	27
II. Maßstäbe des Europarechts.....	29
1. Kompetenzordnung – das geldpolitische Mandat der EZB .....	29
a) Abgrenzung von Geld- und Wirtschaftspolitik.....	29
b) Grundsatz der engen Kompetenzauslegung bei demokratisch nicht legitimierten Organen .....	33
c) Das Verhältnismäßigkeitsprinzip als Kompetenzausübungsgrenze bei „unkonventionellen Maßnahmen“ .....	34
2. Materielles Recht .....	35
a) Preisstabilität als maßgebliches Ziel.....	35
b) Verbot der monetären Staatsfinanzierung .....	38
3. Unabhängigkeit und Kontrolle.....	41
III. Überschreitung des geldpolitischen Mandats durch das EAPP im ganzen – keine Orientierung am Ziel der Preisstabilität.....	42
IV. Überschreitung des geldpolitischen Mandats durch das ABSPP .....	46

1. Die rechtliche und ökonomische Bedeutung von Asset-Backed Securities .....	46
a) Die Konstruktion von Asset-Backed Securities .....	46
b) Risikobestimmende Faktoren von Asset-Backed Securities .....	48
c) Zusammenfassung zur ökonomischen Funktion von Asset-Backed Securities ..	49
2. Welche ABS kauft die EZB? .....	50
3. ABS-Ankäufe als Maßnahmen der Geldpolitik? .....	52
a) Die subjektiven Zielbekundungen der EZB .....	52
b) Die objektiven Wirkungen der ABS-Ankäufe .....	53
aa) Wirkungen auf Seiten der Banken und mittelbare Folgewirkungen.....	53
(1) Befreiung von Risiken.....	53
(2) Bilanzverkürzung .....	54
(3) Verbesserung der Kreditversorgung im Euroraum als mittelbare Auswirkung.....	54
(4) Ausweitung der Verschuldungsquote .....	55
(5) Anreiz zu leichtfertiger Kreditvergabe.....	56
bb) Wirkungen auf Seiten der EZB und mittelbare Folgewirkungen.....	57
(1) Bilanzausweitung .....	57
(2) Ausweitung der Geldmenge .....	57
(3) Auswirkungen auf das Preisniveau .....	58
(4) Übernahme der Ausfallrisiken .....	58
(4.1) Risikoumverteilung von den Banken zur EZB .....	58
(4.2) Vergemeinschaftung von Risiken für die Eurostaaten.....	58
(4.3) EZB als Bad Bank der Eurozone?.....	59
(5) Vermögensumverteilung .....	63
c) Folgerungen im Hinblick auf das geldpolitische Mandat.....	63
aa) Ausweitung der EZB-Bilanz / Bekämpfung der Deflation.....	64
bb) Verbesserung der Transmission der Geldpolitik .....	69
cc) Erleichterung der Kreditversorgung der Wirtschaft im Euroraum .....	73
dd) Wiederaufbau des ABS-Marktes .....	75
ee) Entlastung der Bankbilanzen .....	75
ff) Vergemeinschaftung von Risiken für die Eurostaaten .....	76
gg) Gesamtbetrachtung und Ergebnis.....	77
4. Ergebnis .....	79
V. Überschreitung des geldpolitischen Mandats durch das PSPP .....	80
1. Staatsanleihenkäufe als mögliches Instrument der Geldpolitik.....	80
2. QE-Staatsanleihenkäufe als „unkonventionelle Maßnahme“ .....	81

3. Grenzen des EZB-Mandats bezüglich „unkonventioneller Maßnahmen“ .....	83
a) Grenzen „unkonventioneller Maßnahmen“ in einer Währungsunion .....	83
aa) Unterschiede zwischen der Zentralbank einer Währungsunion und der Zentralbank eines souveränen Staates .....	83
(1) Vergleich der Rechtsgrundlagen der angelsächsischen Zentralbanken und der EZB .....	86
(1.1) Kompetenzen .....	86
(1.2) Verbot der monetären Staatsfinanzierung .....	87
(1.3) Unabhängigkeit .....	87
(2) Unterschiede der rechtlichen Rahmenbedingungen nationaler Zentralbanken und der Zentralbank einer Währungsunion .....	89
(2.1) Unterschiede im Hinblick auf die Möglichkeit, den rechtlichen Rahmen zu ändern .....	89
(2.2) Unterschiede im Hinblick auf parlamentarische Einwirkungsmöglichkeiten .....	92
(2.3) Unterschiede im Hinblick auf die Demokratierelevanz des Verbots der monetären Staatsfinanzierung .....	93
(2.4) Unterschiede im Hinblick auf Umverteilungswirkungen .....	93
(3) Konsequenzen in bezug auf die Vereinbarkeit mit dem Demokratieprinzip .....	94
bb) Die Unbestimmtheit des geldpolitischen Mandats der EZB und die Notwendigkeit eines historisch-konkreten Verständnisses .....	95
(1) Die Unbestimmtheit und Offenheit des Mandats .....	95
(2) Die Notwendigkeit einer historisch-konkreten Interpretation .....	97
cc) Grenzen des geldpolitischen Mandats im Hinblick auf Offenmarktgeschäfte aus historisch-konkreter Sicht .....	100
b) Überschreitung der Grenzen im konkreten Fall .....	104
aa) Verteilungswirkung .....	104
bb) Risiken bei Gemeinschaftshaftung .....	104
cc) Risiken bei Kauf auf eigene Rechnung der NZBen .....	107
c) Ergebnis .....	108
4. Geldpolitische Zielsetzung .....	108
a) Deflationsprävention .....	109
b) Anhebung der Inflationsrate auf nahe bei 2 Prozent .....	110
5. Verhältnismäßigkeit .....	110
a) Geeignetheit zur Anhebung der Inflationsrate .....	110
b) Erforderlichkeit zur Deflationsprävention / zur Anhebung der Inflationsrate ..	111
aa) Deflationsprävention .....	111
bb) Anhebung der Inflationsrate .....	111

cc) Zwischenergebnis .....	112
c) Verhältnismäßigkeit i.e.S.....	112
6. Der wirtschafts- und fiskalpolitische Charakter der objektiv verfolgten Ziele .....	117
a) Bankenrettung und Bankenförderung.....	117
b) Monetäre Staatsfinanzierung.....	118
c) Eurorettung .....	118
7. Staaten mit Hilfsprogramm: Konditionalität, Parallelität und fehlende Bonität ...	119
a) Mangelnde Bonität.....	119
b) Konditionalität.....	120
c) Parallelität .....	120
d) Umgehung .....	121
e) Ergebnis .....	121
VI. Verstoß des PSPP gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung.....	121
1. Funktionale Äquivalenz der Anleihenkäufe mit Käufen am Primärmarkt.....	121
2. Konterkarierung des Zwecks, die Haushaltsdisziplin zu wahren und einen <i>moral hazard</i> zu vermeiden .....	126
a) Senkung des Zinsniveaus als mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung unvereinbarer <i>moral hazard</i> .....	126
b) Bestätigung der hier vertretenen Auffassung durch die EZB.....	128
3. Konterkarierung des Zwecks, die Unabhängigkeit der Zentralbank zu sichern ...	130
4. Finanzierung der Schuldzinsen durch die EZB .....	131
5. Forderungsverzicht als verbotene monetäre Haushaltsfinanzierung .....	133
6. Halten der Staatsanleihen bis zur Endfälligkeit.....	135
7. Ankauf von Staatsanleihen mit erhöhtem Ausfallrisiko .....	136
a) Erhöhtes Ausfallrisiko als Indiz für monetäre Staatsfinanzierung .....	136
b) Erhöhtes Ausfallrisiko bei Anleihenkäufen im Rahmen des PSPP.....	138
c) Staaten mit Hilfsprogramm.....	139
8. Der Zusammenhang von Art. 123 Abs. 1 AEUV und Art. 18.1. ESZB-Satzung..	141
9. Zusammenfassende Bewertung .....	142
VII. Die Grundgesetzwidrigkeit des EAPP und seiner Teilprogramme – Erfüllung der Honeywell-Kriterien.....	144
1. Zu den Voraussetzungen für die Feststellung eines Ultra-vires-Akts .....	144
2. Das EAPP als evidente und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung ...	145
3. Das ABS-Ankaufprogramm als evidente und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung .....	146
4. Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm als evidente und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung .....	147

VIII. Die Grundgesetzwidrigkeit des EAAP – Verletzung der Verfassungsidentität....	148
1. Verletzung der Budgethoheit des Bundestages als Verletzung der deutschen Verfassungsidentität.....	148
a) Das ABS-Ankaufprogramm als parlamentarisch nicht legitimierter Eingriff in die Budgethoheit des Bundestages .....	149
b) Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm als parlamentarisch nicht legitimierter Eingriff in die Budgethoheit des Bundestages.....	151
aa) Risiken bei Ankäufen nach dem Prinzip gemeinschaftlicher Risikotragung („Risikoteilung“).....	152
bb) Risiken bei Ankäufen nach dem Prinzip der Risikotragung durch die NZBen.....	154
cc) Ergebnis .....	155
2. Das EAAP als Verletzung des Demokratieprinzips auf europäischer Ebene.....	155
IX. Die Grundgesetzwidrigkeit der Mitwirkung befangener EZB-Organmitglieder ....	156
1. Die Besorgnis der Befangenheit Draghis und das Fehlen spezifischer Befangenheitsregeln.....	156
2. Die Rechtsstaatswidrigkeit der EZB-Praxis .....	158
3. Identitätskontrolle und Rechtsstaatsprinzip .....	159
X. Untätigkeit der Bundesregierung .....	161
XI. Verletzung des Grundrechts aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 .....	162
1. Maßstäbe.....	162
2. Verletzung im vorliegenden Fall .....	164
D. Annahmeveraussetzungen .....	166
I. Grundsätzliche Bedeutung.....	166
II. Gebotenheit zur Durchsetzung der Grundrechte.....	167
E. Zusammenfassung der Ausführungen zur Begründetheit .....	168
I. Überschreitung der geldpolitischen Kompetenz durch das erweiterte Ankaufprogramm (EAAP) im ganzen.....	168
II. Überschreitung der geldpolitischen Kompetenz durch das ABS-Ankaufprogramm (ABSPP).....	168
III. Überschreitung der geldpolitischen Kompetenz durch das QE-Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP) .....	170
IV. Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung durch das PSPP .....	171
V. Das EAAP und seine Teilprogramme als grundgesetzwidrige Ultra-vires-Akte – die Honeywell-Kriterien .....	172
VI. Das ABSPP und das PSPP verletzen die Verfassungsidentität .....	172
VII. Verfassungsrechtliche Konsequenzen für die Bundesregierung.....	173
VIII. Verletzung des Grundrechts aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1.....	174

## Abkürzungen

ABS	asset-backed securities (durch Forderungen besicherte Wertpapiere)
ABS-Ankaufprogramm	= Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities = ABSPP
ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Programme
CAC	Collective Action Clause
CBPP	Covered Bond Purchase Programme
CQS	Credit Quality Step (Kreditqualitätsstufe)
EAPP	Expanded Asset Purchase Programme (erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten)
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EZB	Europäische Zentralbank
ISIN	International Securities Identification Number
MBS	mortgage-backed securities
NZB	Nationale Zentralbank
PSPP	Secondary Markets Public Sector Asset Purchase Programme
SMP	Securities Markets Programme
OMT	Outright Monetary Transactions
QE	quantitative easing
QE-Programm	= erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme – EAPP)
QE-Staatsanleihenankaufprogramm	= Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (Secondary Markets Public Sector Asset Purchase Programme – PSPP)

Ich stelle den

## **Antrag,**

wie folgt zu entscheiden:

1. Der Beschluss des Rats der Europäischen Zentralbank vom 22.1.2015 über ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme – EAPP), insbesondere das hierin enthaltene Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (Secondary Markets Public Sector Asset Purchase Programme – PSPP) mit dem dazu erlassenen Beschluss (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank vom 4.3.2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10), ABl. EU 2015 L 121/20, sowie das in das EAPP inkorporierte Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) mit dem dazu erlassenen Beschluss (EU) 2015/5 der Europäischen Zentralbank vom 19.11.2014 über die Umsetzung des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2014/45), ABl. EU 2015 L 1/4, sowie die fortgesetzten Ankäufe von Wertpapieren auf der Basis dieser Programme verstoßen gegen das Demokratieprinzip und verletzen den Beschwerdeführer in seinem Grundrecht aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG.
2. Die Bundesregierung verletzt den Beschwerdeführer in seinem Grundrecht aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG, indem sie es unterlässt, geeignete Schritte – wie insbesondere eine Klage beim Europäischen Gerichtshof – dagegen zu unternehmen,
  - a) dass die Europäische Zentralbank mit ihrem Expanded Asset Purchase Programme
    - aa) ihre währungspolitische Kompetenz überschreitet und in die wirtschaftspolitische Kompetenz der Mitgliedstaat übergreift,
    - bb) gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung durch die Zentralbanken verstößt und
    - cc) die Verfassungsidentität der Bundesrepublik Deutschland verletzt,
  - b) dass die Europäische Zentralbank das Rechtsstaatsprinzip verletzt, indem sie Organmitglieder der EZB, im Hinblick auf welche die Besorgnis der Befangenheit besteht, nicht von der Mitwirkung an diesbezüglichen Angelegenheiten ausschließt.
3. Die Bundesrepublik Deutschland hat dem Beschwerdeführer die notwendigen Auslagen zu erstatten.



Ich **begründe** die Verfassungsbeschwerde wie folgt:

## A. Sachverhalt

### I. Das Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP

Seit Herbst 2014 nimmt die Europäische Zentralbank (EZB) eine sehr große Erweiterung der Zentralbankgeldmenge vor, um – wie sie sagt – einer ihrer Auffassung nach zu geringen Inflation entgegenzuwirken. Am 4. September 2014 hat der Rat der EZB beschlossen, ein Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) sowie ein Programm zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3) zu starten<sup>1</sup>. Die operativen Modalitäten zu diesen Programmen wurden am 2. Oktober 2014 vom EZB-Rat beschlossen und als Technische Anhänge zu einer Pressemitteilung veröffentlicht<sup>2</sup>.

Mit diesen Programmen will die EZB ihrer eigenen Aussage gemäß die „Transmission der Geldpolitik“ verbessern, „die Kreditversorgung der Wirtschaft im Euroraum erleichtern, positive Übertragungseffekte für andere Märkte hervorrufen und infolgedessen den geldpolitischen Kurs der EZB lockern. Diese Maßnahmen werden erhebliche Auswirkungen auf die Bilanz des Eurosystems haben und dazu beitragen, dass die Inflationsraten auf ein Niveau zurückkehren, das näher bei 2 % liegt“<sup>3</sup>.

Das ABS-Ankaufprogramm ist gemäß dem Technischen Anhang 1 durch folgende Merkmale gekennzeichnet<sup>4</sup>:

---

<sup>1</sup> *Mario Draghi*, President of the ECB, Introductory statement to the press conference, Frankfurt am Main, 4 Sept. 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html> (abgerufen am 15.11.2014) – **Anlage 3**.

<sup>2</sup> ECB, Press Release 2 October 2014: ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html) (abgerufen am 15.11.2014) – **Anlage 4.a**). Eine deutsche Übersetzung wurde von der Bundesbank veröffentlicht: EZB gibt operative Modalitäten der Programme zum Ankauf von Assed-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen bekannt, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2014/2014\\_10\\_02\\_asset\\_backed\\_securities.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2014/2014_10_02_asset_backed_securities.pdf?__blob=publicationFile) (abgerufen am 20.11.2014) – **Anlage 4.b**).

<sup>3</sup> *EZB*, Pressemitteilung vom 2.10.2014, o. Fn. 2.

<sup>4</sup> Technical Annex 1: ECB announces Details of the Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002\\_1\\_Annex\\_1.pdf?c4144e9908c29df066a053246f81d1ff](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1_Annex_1.pdf?c4144e9908c29df066a053246f81d1ff) (abgerufen am 15.11.2014) – **Anlage 5.a**); zitiert nach der Übersetzung der Bundesbank: Technischer Anhang 1: EZB gibt Einzelheiten des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (ABSPP) bekannt, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2014/2014\\_10\\_02\\_asset\\_backed\\_securities.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2014/2014_10_02_asset_backed_securities.pdf?__blob=publicationFile) (abgerufen am 20.11.2014) – **Anlage 5.b**).

- Senior-Tranchen und garantierte Mezzanine-Tranchen von Asset-Backed Securities (ABS) werden sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt angekauft.
- Um im Rahmen des Programms für einen Ankauf infrage zu kommen, müssen Senior-ABS-Tranchen
  - nach dem Sicherheitenrahmen für die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in seiner jeweils gültigen Fassung notenbankfähig sein. Nähere Informationen zum Sicherheitenrahmen sind abrufbar unter: [www.ecb.europa.eu/mopo/assets/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/html/index.en.html)
  - auf Euro lauten und von einem Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet begeben worden sein
  - durch bestehende oder neu begründete Forderungen an Unternehmen des nichtfinanziellen privaten Sektors besichert sein, wobei die Forderungen zu mindestens 95 % auf Euro lauten und die Schuldner zu mindestens 95 % ihren Sitz im Euroraum haben müssen
  - eine zweitbeste Bonitätsbeurteilung von mindestens der Kreditqualitätsstufe 3 (CQS3) haben, was derzeit einem ECAI-Rating von BBB-/Baa3/BBB1 entspricht.
  - Für ABS, deren zugrunde liegende Forderungen gegenüber Unternehmen des nichtfinanziellen privaten Sektors mit Sitz in Griechenland oder Zypern bestehen, die eine zweitbeste Bonitätsbeurteilung von weniger als CQS3 haben, gilt unter den folgenden Bedingungen solange eine Ausnahmeregelung, wie der Bonitätsschwellenwert des Eurosystems nicht für dessen Sicherheitenanforderungen an marktfähige, von der zyprischen oder der griechischen Regierung begebene oder garantierte Schuldtitel angewandt wird:
    - i. Erfüllung der obigen Kriterien mit Ausnahme des Bonitätsschwellenwerts
    - ii. Bonitätsbeurteilung nach der Second-Best-Regel entspricht dem höchsten im jeweiligen Staatsgebiet erreichbaren Rating
    - iii. Credit Enhancement (Bonitätsverbesserung) von mindestens 25 %
    - iv. Verfügbarkeit von Anlegerberichten und Modellierbarkeit der ABS in gängigen ABS-Cashflow-Modellierungstools (nach Einschätzung der EZB)
    - v. alle Geschäftspartner der Transaktion (z. B. kontoführende Bank und Swap-Anbieter) mit Ausnahme des Servicers haben eine beste Bonitätsbeurteilung von mindestens CQS3, und es gibt vollständige Bestimmungen zum Backup-Servicing
- Die Zulässigkeitskriterien für garantierte Mezzanine-Tranchen von ABS werden zu einem späteren Zeitpunkt bekannt gegeben.
- Das Eurosystem wird in Bezug auf mögliche ankauffähige ABS kontinuierlich angemessene Verfahren zur Prüfung des Kreditrisikos und zur Wahrung der Sorgfaltspflicht anwenden.
- Für die Ankäufe des Eurosystems gilt eine Obergrenze von 70 % je ISIN. Hiervon ausgenommen sind ABS, deren zugrunde liegende Forderungen gegenüber Unternehmen des nichtfinanziellen privaten Sektors mit Sitz in Griechenland oder Zypern bestehen, die eine zweitbeste Bonitätsbeurteilung von weniger als CQS3 haben. Für diese gilt eine entsprechende Obergrenze von 30 % je ISIN.
- Ein Ankauf vollständig einbehaltener Wertpapiere durch das Eurosystem wäre unter der Voraussetzung einer gewissen Beteiligung anderer Anleger denkbar.

Zur Umsetzung des ABS-Ankaufprogramms hat die EZB am 19.11.2014 einen Rechtsakt erlassen<sup>5</sup>, der das ABSPP „einführt“ und die Kriterien des Technischen Anhangs 1 präzisiert und teilweise modifiziert<sup>6</sup>.

## II. Das Expanded Asset Purchase Programme – EAPP

Mit Beschluss vom 22. Januar 2015 hat der EZB-Rat ein „erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten“ („Expanded Asset Purchase Programme“ – EAPP) angekündigt<sup>7</sup>. Zugleich wurden technische Einzelheiten dieses Programms mitgeteilt<sup>8</sup>. Dieses Programm führt das ABSPP und das CBPP3 fort und erweitert es um Ankäufe von Staatsanleihen (sovereign bonds). Auf diese Weise soll das Ankaufvolumen stark erweitert werden. Zusätzlich zu den im Rahmen der bisherigen Programme bereits vorgenommenen Käufen sollen im Rahmen des neuen erweiterten Programms monatlich insgesamt für 60 Mrd. Euro Wertpapiere gekauft werden. Die Staatsanleihenkäufe sollten laut Ankündigung im März 2015 beginnen und mindestens bis September 2016 dauern<sup>9</sup>. Daraus ergibt sich für das erweiterte Programm ein Volumen von mindestens 1,14 Billionen Euro. Das Programm soll fortgeführt werden, „bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang steht mit seinem Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen“. Das Volumen kann also noch sehr viel größer werden.

Während für das ABSPP und das CBPP3 gilt, dass Gewinne und Verluste nach den allgemeinen Regeln verteilt werden, hat der EZB-Rat für die Staatsanleihenkäufe im erweiterten Programm beschlossen, dass nur für 20 % der angekauften Anleihen das Prinzip der Risikoteilung gilt, während die übrigen Ankäufe von den nationalen Zentralbanken (NZBen) auf deren eigene Rechnung und auf ihr eigenes Risiko durchgeführt werden. In der Pressemitteilung heißt es dazu wörtlich:

---

<sup>5</sup> EZB, Beschluss (EU) 2015/5 v. 19.11.2014 über die Umsetzung des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2014/45), ABl. EU L 1/4 v. 6.1.2015 – **Anlage 6**.

<sup>6</sup> Der entsprechende Rechtsakt für das CBPP3 ist der Beschluss (EU) 2014/828 der EZB v. 15.10.2014 (EZB/2014/40), ABl. EU L 335/22 v. 22.11.2014 – **Anlage 7**.

<sup>7</sup> ECB, Press Release 22 January 2015: ECB announces expanded asset purchase programme, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html) (abgerufen 15.10.2015) – **Anlage 8.a**); EZB, Pressemitteilung 22. Januar 2015: EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.de.html) (abgerufen 15.10.2015) – **Anlage 8.b**).

<sup>8</sup> Technical Annex: ECB announces operational modalities of the expanded asset purchase programme, Anhang zu Press Release 22 January 2015 [nur englisch] (Fn. 7).

<sup>9</sup> So die Ankündigung von EZB-Präsident *Mario Draghi*, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 22 January 2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html> – (abgerufen am 15.10.2015) **Anlage 9.a**); deutsch: Einleitende Bemerkungen [zur Pressekonferenz], Frankfurt am Main, 22. Januar 2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.de.html> (abgerufen am 15.10.2015) – **Anlage 9.b**); vgl. auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Februar 2015, S. 25.

„Was hypothetische Verluste anbelangt, so hat der EZB-Rat beschlossen, dass Verluste aus Ankäufen von Wertpapieren europäischer Institutionen gemeinsam zu tragen wären. Diese Wertpapiere machen 12 % der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten aus und werden von NZBen erworben. Die übrigen zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten durch die NZBen unterliegen nicht der Verlustteilung. Die EZB hält 8 % der zusätzlich angekauften Vermögenswerte. Somit unterliegen 20 % der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten dem Prinzip der Risikoteilung.“

Wie diese Risikozurechnung rechtstechnisch bewirkt werden soll, wird nicht erklärt. Auch aus dem technischen Anhang ist dazu nichts ersichtlich.

Der technische Anhang hat folgenden Wortlaut:

**The expanded asset purchase programme will comprise the ongoing purchase programmes for asset-backed securities (ABSPP) and covered bonds (CBPP3), and, as a new element, purchases of additional euro-denominated securities that meet the following eligibility criteria:**

1. They fulfil the collateral eligibility criteria for marketable assets in order to participate in Eurosystem monetary policy operations, as specified in Guideline ECB/2011/14, as amended, subject to the fulfilment of the additional criteria listed in points 2-4 below.
2. They are issued by an entity established in the euro area classified in one of the following categories: central government, certain agencies established in the euro area or certain international or supranational institutions located in the euro area.
3. They have a first-best credit assessment from an external credit assessment institution of at least CQS3 for the issuer or the guarantor, provided the guarantee is eligible in accordance with Guideline ECB/2011/14, as amended.
4. Securities that do not achieve the CQS3 rating will be eligible, as long as the Eurosystem's minimum credit quality threshold is not applied for the purpose of their collateral eligibility. Moreover, during reviews in the context of financial assistance programmes for a euro area Member State, eligibility would be suspended and would resume only in the event of a positive outcome of the review.

Inflation-linked and floating rate securities issued by central governments, certain agencies established in the euro area and certain international or supranational institutions located in the euro area are eligible for purchase under the expanded asset purchase programme.

All eligibility criteria and other modalities of the ABSPP and CBPP3 remain unaltered under the programme. In addition it was decided that:

- Securities purchased under the expanded asset purchase programme that are not covered by the ABSPP or CBPP3 must have a minimum remaining maturity of 2 years and a maximum remaining maturity of 30 years at the time of purchase.
- Securities purchased under the expanded asset purchase programme that are not covered by the ABSPP or CBPP3 will be subject to an issue limit, an aggregate holding limit and other operational modalities specified, in particular, with the aim of preserving market functioning and allowing the formation of a market price on a given security. Moreover, the limits ensure that the application of collective action clauses for a bondholder decision is not obstructed.
- Regarding creditor treatment, the Eurosystem accepts the same (pari passu) treatment as private investors with respect to securities purchased by the Eurosystem, in accordance with the terms of such securities.

- Purchases of securities under the expanded asset purchase programme that are not covered by the ABSPP or CBPP3 will be allocated across issuers from the various euro area countries on the basis of the ECB's capital key.
- Holdings of securities issued by central governments, certain agencies established in the euro area and certain international or supranational institutions located in the euro area will be valued at amortised cost, in line with Guideline ECB/2010/20 on the legal framework for accounting and financial reporting in the ESCB, as amended.
- The eligible counterparties for purchases shall be those eligible for the Eurosystem's monetary policy instruments, together with any other counterparties used by the Eurosystem for the investment of its euro-denominated portfolios.
- Holdings of securities issued by central governments, certain agencies established in the euro area and certain international or supranational institutions located in the euro area purchased under the expanded asset purchase programme will be eligible for securities lending.
- Transactions in securities purchased under the programme will be published in a weekly report which will list holdings at amortised cost by asset type. In addition, for securities purchased under the expanded asset purchase programme that are not covered by the ABSPP or CBPP3, a report of the amounts held, valued at amortised cost, and the weighted average remaining maturity by issuer residence will be released on a monthly basis.

Am 4. März 2015 hat der EZB-Rat einen Rechtsakt zu dem neuen Programm beschlossen, nämlich einen Beschluss, der speziell den neuen, am 22. Januar angekündigten Teil des EAPP regelt, der Ankäufe von Anleihen aus dem öffentlichen Sektor – hauptsächlich Staatsanleihen – zum Gegenstand hat<sup>10</sup>. Dieses Staatsanleihenankaufprogramm wird jetzt als „Secondary Markets Public Sector Asset Purchase Programme – PSPP“ bezeichnet. Die bereits am 22. Januar veröffentlichten Einzelheiten dieses Programms werden in dem Beschluss wiederholt, präzisiert und durch technische Modalitäten ergänzt. Da die Staatsanleihenkäufe im Rahmen des PSPP (ebenso wie die Wertpapierkäufe im Rahmen des ABSPP und des CBPP3) nach Darstellung der EZB der „geldpolitischen Lockerung“, dem „quantitative easing“, dienen, wird das PSPP im folgenden auch als „QE-Staatsanleihenankaufprogramm“ bezeichnet, das Gesamtprogramm EAPP auch als „QE-Programm“.

Die Ankäufe werden pro Wertpapier auf anfänglich 25 % (für die ersten sechs Monate) begrenzt; der EZB-Rat kann diese Grenze dann ändern (Art. 5 Abs. 1). Für Staatsanleihen von Staaten, die unter einem IWF-, EFSF- oder ESM-Anpassungsprogramm stehen, wird ein anderes – in der Entscheidung nicht festgelegtes – Limit gelten (Art. 5 Abs. 2). Für Käufe von Anleihen eines Emittenten – also insbesondere von Staatsanleihen eines bestimmten Staates – wird ein Aggregat-Limit von 33 %, bezogen auf die gesamten ausstehenden Anleihen, festgesetzt (Art. 5 Abs. 3).

Hinsichtlich der Portfolio-Allokation bestätigt der Beschluss, was bereits am 22. Januar angekündigt worden war: Im Rahmen des PSPP werden 12 % des Ankaufvolumens für

---

<sup>10</sup> ECB, Decision (EU) 2015/774 of 4 March 2015 on a secondary markets public sector purchase programme (ECB/2015/10), OJEU L121/20 – **Anlage 10.a**) = EZB, Beschluss (EU) 2015/774 v. 4.3.2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10), ABl. EU L 121/20 v. 14.5.2015 – **Anlage 10.b**).

Käufe von Anleihen internationaler Organisationen und multilateraler Entwicklungsbanken verwendet, 88 % für den Ankauf von Staatsanleihen. Diese Verteilung kann vom EZB-Rat geändert werden. Anleihen internationaler Organisationen und multilateraler Entwicklungsbanken werden ausschließlich von Nationalen Zentralbanken (NZBen) gekauft (Art. 6 Abs. 1). Die EZB selbst kauft also ausschließlich Staatsanleihen.

Die NZBen sollen 92 % der gesamten Käufe (bezogen auf den Marktwert) durchführen, die EZB die restlichen 8 %. Käufe von Anleihen der verschiedenen Staaten sollen umfangmäßig den Anteilen der Staaten an dem Verteilungsschlüssel für das EZB-Kapital entsprechen (Art. 6 Abs. 2).

Die Ankäufe sollen von den NZBen des Eurosystems nach einem Spezialisierungsschema durchgeführt werden. Danach ist jede NZB für Ankäufe von Emittenten ihres eigenen Staates zuständig. Die Bundesbank wird nach diesem Schema also nur deutsche Bundesanleihen kaufen. Die EZB kauft Anleihen aller Staaten. Der EZB-Rat kann Abweichungen von diesem Schema zulassen (Art. 6 Abs. 3).

Inzwischen hat das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) im Rahmen des EAPP Staatsanleihen im Volumen von über 300 Mrd. Euro, ABS im Volumen von über 11 Mrd. Euro und Covered Bonds im Volumen von rund 120 Mrd. Euro gekauft<sup>11</sup>. Jetzt gibt es Andeutungen aus der EZB, dass das Programm über den September 2016 hinaus verlängert und das Ankaufvolumen entsprechend erweitert werden könnte<sup>12</sup>.

### III. Die Befangenheit von EZB-Präsident Draghi

An den Beschlüssen der EZB über das EAPP hat EZB-Präsident Mario Draghi mitgewirkt, obwohl hinsichtlich seiner Person Umstände vorliegen, welche die Besorgnis der Befangenheit begründen, wenn die EZB Entscheidungen trifft, die sich zugunsten Italiens und Griechenlands im Hinblick auf die Überschuldung dieser Staaten auswirken. Diese Umstände sind in dem beigelegten Rechtsgutachten eingehend dargestellt<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Genaue Zahlen mit Stand August 2015: ABSPP 11,087 Mrd. €, CBPP3 111,462 Mrd. €, PSPP 291,715 Mrd. €, lt. EZB, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (abgerufen 2.10.2015).

<sup>12</sup> Vgl. z.B. „EZB will Anleihekäufe notfalls ausweiten“, Handelsblatt 3.9.2015, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/europaeische-zentralbank-ezb-will-anleihekaeufe-notfalls-ausweiten/12273494.html> (abgerufen 2.10.2015); „Die EZB hält eine neue Geldspritze bereit“, FAZ 14.10.2015, S. 16.

<sup>13</sup> *Dietrich Murswiek*, Befangenheit von Organmitgliedern der Europäischen Zentralbank. Rechtsgutachten, April 2015, A., C., D.II.3.b) (S. 4-9, 16-27, 48-50) – **Anlage 2**.

#### **IV. Die Untätigkeit der Bundesregierung**

Die Bundesregierung hat, soweit für die Öffentlichkeit erkennbar, bisher nichts unternommen, um das QE-Programm der EZB, das EAPP, zu stoppen. Sie hat insbesondere keine Klage gegen die EZB beim Europäischen Gerichtshof erhoben. Sie hat auch nichts getan, um zu gewährleisten, dass die rechtsstaatlichen Mindestanforderungen an die Unparteilichkeit von Amtsträgern auch auf die Mitglieder der EZB-Organen angewendet werden.

## **B. Zulässigkeit**

Die Verfassungsbeschwerde ist zulässig.

### **I. Beschwerdefähigkeit**

Der Beschwerdeführer, geboren am 22.6.1949, ist deutscher Staatsangehöriger und zum Bundestag wahlberechtigt. Er kann sich auf Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG berufen und ist im Verfassungsbeschwerdeverfahren beschwerdefähig.

### **II. Beschwerdegegenstand**

#### **1. Die angegriffenen Maßnahmen der EZB**

Die mit der Verfassungsbeschwerde angegriffenen Beschlüsse der EZB und die Wertpapierkäufe auf der Basis dieser Beschlüsse sind Akte der öffentlichen Gewalt, die Gegenstand einer Verfassungsbeschwerde sein können.

Die mit dieser Verfassungsbeschwerde angegriffenen Beschlüsse hat der EZB-Rat in Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben gefasst. Die EZB ist ein Organ der Europäischen Union, ihr Beschluss somit ein Akt der öffentlichen Gewalt, allerdings nicht der deutschen öffentlichen Gewalt, sondern der europäischen Unionsgewalt.

Entsprechendes gilt für die fortgesetzten Anleihenkäufe der EZB beziehungsweise des ESZB im Rahmen des EAPP. Die Anleihenkäufe sind Rechtsgeschäfte eines EU-Organs; sie beruhen ihrerseits auf einem Beschluss des EZB-Rates. Dass Anleihenkäufe in der Form des Privatrechts vorgenommen werden, ändert nichts an dem Umstand, dass es sich um Ausübung öffentlicher Gewalt handelt. Denn die EZB nimmt bei diesen Käufen eine hoheitliche Kompetenz wahr.

Die Frage, ob ein Akt der Unionsgewalt unmittelbarer Gegenstand eines Verfahrens vor dem Bundesverfassungsgericht sein kann (ob im Rahmen einer Normenkontrolle oder einer Verfassungsbeschwerde ist insoweit gleichgültig), hat das Bundesverfassungsgericht im Maastricht-Urteil klar dahin entschieden, dass „öffentliche Gewalt“ im Sinne der grundgesetzlichen und der verfassungsprozessualen Vorschriften nicht mehr nur die deutsche öffentliche Gewalt, sondern auch die europäische öffentliche Gewalt sei, soweit sie in Deutschland Rechtswirkungen entfaltet<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> BVerfGE 89, 155 (175).



Das Bundesverfassungsgericht hat im Maastricht-Urteil ausdrücklich gesagt, das Bundesverfassungsgericht gewährleiste durch seine Zuständigkeit, dass ein wirksamer Schutz der Grundrechte für die Einwohner Deutschlands „auch gegenüber der Hoheitsgewalt der Gemeinschaften“ sichergestellt sei. Auch Akte der Europäischen Union, so das Bundesverfassungsgericht, „betreffen die Grundrechtsberechtigten in Deutschland. Sie berühren damit die Gewährleistungen des Grundgesetzes und die Aufgaben des Bundesverfassungsgerichts, die den Grundrechtsschutz in Deutschland und insoweit nicht nur gegenüber deutschen Staatsorganen zum Gegenstand haben“<sup>15</sup>. Damit hat sich das Bundesverfassungsgericht im Maastricht-Urteil von der älteren Rechtsprechung abgewandt, die in der Tat angenommen hatte, nur Akte deutscher öffentlicher Gewalt könnten Gegenstand einer Verfassungsbeschwerde sein – mit der Folge dass „ausbrechende Rechtsakte“ von EU-Organen nur implizit im Rahmen einer gegen einen deutschen Ausführungsakt gerichteten Verfassungsbeschwerde überprüft werden konnten. Das Bundesverfassungsgericht hat im Maastricht-Urteil ausdrücklich erklärt, dass es mit seiner Entscheidung von der früheren Rechtsprechung abweicht<sup>16</sup>.

Für die Kontrolle, ob Unionsrechtsakte mit den Grundrechten vereinbar sind, ist die Zuständigkeit des Bundesverfassungsgerichts freilich nach dem „Solange II“-Kriterium ausgeschlossen, solange nicht dargelegt wird, dass auf EU-Ebene generell kein dem Grundrechtsschutz des Grundgesetzes im wesentlichen vergleichbarer Grundrechtsschutz mehr besteht. Diese Einschränkung gilt aber nicht für die Ultra-vires-Kontrolle und die Identitätskontrolle. Die besonderen Voraussetzungen, von denen die Zulässigkeit der Ultra-vires-Kontrolle abhängig gemacht wird (Honeywell-Kriterien) und deren Vorliegen unten (C.VII.) noch dargelegt wird, betreffen nicht die Frage, ob Rechtsakte der Europäischen Union überhaupt Gegenstand einer Verfassungsbeschwerde sein können.

Diese Frage hat das Bundesverfassungsgericht im Maastricht-Urteil eindeutig und dezidiert bejaht. Es hat auch seither an dieser Auffassung festgehalten. Insbesondere wäre das Lissabon-Urteil, das nicht nur die Ultra-vires-Kontrolle als wesentliches Element der Wahrung der Demokratie und der souveränen Staatlichkeit ins Zentrum stellt, sondern darüber hinaus dem Bundesverfassungsgericht die Kompetenz zu einer „Identitätskontrolle“ einräumt<sup>17</sup>, völlig unverständlich. Die Kompetenz des Bundesverfassungsgerichts für beide Arten der Kontrolle von Akten europäischer Organe ist nach dem Lissabon-Urteil sogar unerlässliche Voraussetzung dafür, dass Deutschland nach Art. 23 Abs. 1 GG Hoheitsrechte auf die Europäische Union übertragen darf. Wenn das Bundesverfassungsgericht für sich die Kompetenz in Anspruch nimmt, das Handeln von EU-Organen einer Ultra-vires-Kontrolle und einer Identitätskontrolle zu unterwerfen, dann heißt dies notwendigerweise, dass Maßnahmen von EU-Organen Gegenstand eines Verfahrens vor dem Bundesverfassungsgericht sein können.

---

<sup>15</sup> BVerfGE 89, 155 (175) mit dem Hinweis: „Abweichung von BVerfGE 58, 1 (27)“.

<sup>16</sup> BVerfGE 89, 155 (175) mit der Formulierung „Abweichung von BVerfGE 58, 1 (27)“.

<sup>17</sup> BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 240 f. = BVerfGE 123, 267 (353 f.).

Demgemäß hat eine Kammer des Zweiten Senats ausdrücklich festgestellt, dass mit der Verfassungsbeschwerde grundsätzlich auch Akte von EU-Organen angegriffen werden können<sup>18</sup>. Die Kammer spricht sogar vom „Grundsatz der Angreifbarkeit supranationaler Hoheitsakte mit der Verfassungsbeschwerde“<sup>19</sup>.

Deshalb waren alle Experten verwundert<sup>20</sup>, als der Senat in seinem „Rettungsschirm“-Urteil vom 7. September 2011 entsprechende Rügen als unzulässig zurückgewiesen hat, weil die angegriffenen Rechtsakte (es ging um eine Verordnung des Rates sowie auch damals schon um Staatsanleihenkäufe der EZB) keine Akte der deutschen öffentlichen Gewalt und deshalb keine tauglichen Beschwerdegegenstände seien<sup>21</sup>. Diese Entscheidung wurde ohne jede Begründung getroffen. Daher erweckt sie den Eindruck, dass es sich eher um eine Flüchtigkeit handelt, die dem Senat in der Fülle der zur Entscheidung stehenden Fragen unter dem großen Zeitdruck der damals von der Politik verbreiteten Rettungshektik (vor der Urteilsverkündung liefen bereits die Verhandlungen über die sehr weitreichende Ausweitung der EFSF sowohl hinsichtlich ihres Volumens als auch hinsichtlich ihrer Funktionen) unterlaufen ist, zumal das Urteil die kryptische Formulierung enthält, die Untauglichkeit der Beschwerdegegenstände werde „unbeschadet anderweitiger Überprüfungsmöglichkeiten auf ihre Anwendbarkeit in Deutschland hin“ festgestellt. Für diese „anderweitigen Überprüfungsmöglichkeiten“ zitiert der Senat das Maastricht-Urteil und den Honeywell-Beschluss<sup>22</sup>, also zwei Entscheidungen, aus denen sich ergibt, dass EU-Akte sehr wohl taugliche Gegenstände einer Verfassungsbeschwerde sein können<sup>23</sup>. Das wurde für das Maastricht-Urteil oben schon gezeigt. Für den Honeywell-Beschluss gilt dasselbe. Auch wenn dort die einschränkenden Voraussetzungen für die Zulässigkeit einer Ultra-vires-Rüge im Vordergrund stehen, geht doch der Senat auch in dieser Entscheidung in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung seit dem Maastricht-Urteil davon aus, dass das Bundesverfassungsgericht nicht nur berechtigt, sondern auch verpflichtet ist, substanti-

<sup>18</sup> BVerfG, 2. Kammer des Zweiten Senats, Beschl. v. 27.4.2010 – 2 BvR 1848/07, Rn. 12 ff.

<sup>19</sup> BVerfG, 27.4.2010 – 2 BvR 1848/07, Rn. 15.

<sup>20</sup> Vgl. *Daniel Thym*, Anmerkung zum Urteil vom 7.9.2011, JZ 2011, S. 1011; *Matthias Ruffert*, Die europäische Schuldenkrise vor dem Bundesverfassungsgericht – Anmerkung zum Urteil vom 7. September 2011, EuR 2011, 842 (847). Auch die Prozessvertreter des Bundestages im vorliegenden Verfahren, *Christoph Möllers* und *Martin Nettesheim*, haben die Entscheidung im „Rettungsschirm“-Urteil in diesem Punkte kritisiert, vgl. *Christoph Möllers*, der die Auffassung vertritt, eine Vorlage an den Europäischen Gerichtshof wäre die saubere Lösung gewesen, Interview Verfassungsblog 7.9.2011, <http://verfassungsblog.de/die-vorlage-ware-die-saubere-losung-gewesen/> (abgerufen am 6.10.2012); *Martin Nettesheim*, „Euro-Rettung“ und Grundgesetz. Verfassungsrechtliche Vorgaben für den Umbau der Währungsunion, EuR 2011, S. 765 (769 f.). – Im Verfahren um den vorläufigen „Rettungsschirm“ hatten auch die damaligen Prozessvertreter der Bundesregierung und des Bundestages nicht in Abrede gestellt, dass Gegenstand einer Verfassungsbeschwerde auch EU-Akte sein können. Der Prozessvertreter der Bundesregierung hatte dies sogar ausdrücklich bestätigt, vgl. seinen Schriftsatz vom 28.6.2010 im Verfahren 2 BvR 1099/10, S. 12.

<sup>21</sup> BVerfG, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 116 = BVerfGE 129, 124 (175 f.).

<sup>22</sup> BVerfGE 89, 155 (175) und 126, 286 (302 ff.).

<sup>23</sup> *Thym* (Fn. 20) bemerkt dazu, hier sei es dem Bf. doch gerade um die „anderweitigen Überprüfungsmöglichkeiten“ aufgrund einer Ultra-vires-Kontrolle gegangen. Gründe für deren Zurückweisung suche man vergebens.

ierten Rügen eines Ultra-vires-Handelns der europäischen Organe und Einrichtungen nachzugehen“<sup>24</sup>. Ein Ultra-vires-Handeln von EU-Organen kann also mit der Verfassungsbeschwerde gerügt werden und ist somit im Ansatz tauglicher Beschwerdegegenstand.

Dies ergibt sich auch aus dem OMT-Vorlagebeschluss. Dort sagt das Bundesverfassungsgericht:

„Die Kontrollaufgabe des Bundesverfassungsgerichts erstreckt sich darauf, ob Handlungen europäischer Organe und Einrichtungen auf ersichtlichen Kompetenzüberschreitungen beruhen [...] oder den nicht übertragbaren Bereich der Verfassungsidentität betreffen [...] und es deshalb Verfassungsorganen, Behörden und Gerichten untersagt ist, an der Umsetzung solcher Maßnahmen mitzuwirken.“<sup>25</sup>

„Auf die zulässige Rüge einer Ultra-vires-Handlung hin sind Akte von Organen und sonstigen Stellen der Europäischen Union vom Bundesverfassungsgericht auf ihre Anwendbarkeit und Bindungswirkung in Deutschland hin zu überprüfen, sowie sie Grundlage von Handlungen deutscher Staatsorgane sind.“<sup>26</sup>

Das Bundesverfassungsgericht hat sich dann in seiner Vorlageentscheidung zwar darauf konzentriert, dass die Verfassungsbeschwerden sich – auch – gegen die Untätigkeit der Bundesregierung richteten. Dies ist ein weniger problematischer Prozessgegenstand. Deshalb liegt es nahe, dass das Bundesverfassungsgericht die Ultra-vires-Kontrolle und die Identitätskontrolle von EU-Rechtsakten implizit im Rahmen seiner Kontrolle des Verhaltens der Bundesregierung, das formal den Prozessgegenstand bildet, vornimmt. Deshalb kann die Frage, ob die Verfassungsbeschwerde sich auch unmittelbar gegen Maßnahmen von EU-Organen richten kann, wenn im Hinblick auf diese eine Ultra-vires-Rüge oder eine Identitätsrüge erhoben wird, offen gelassen werden, soweit die Kontrolle dieser Akte im Rahmen der Kontrolle des Unterlassens der Bundesregierung vorgenommen wird.

Mit dieser Verfassungsbeschwerde wird vorsorglich nicht nur das Unterlassen der Bundesregierung gerügt, sondern unmittelbar auch das Verhalten der EZB. Denn die Rechtsprechung zu den Voraussetzungen, unter denen Ultra-vires-Rügen und Identitätsrügen mit der Verfassungsbeschwerde erhoben werden können, sind immer noch mit einigen Unsicherheiten behaftet, so dass hier alle in Betracht kommenden Möglichkeiten ergriffen werden müssen.

---

<sup>24</sup> BVerfGE 126, 286 (302).

<sup>25</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 22 = BVerfGE 134, 366 (382) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>26</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 23 = BVerfGE 134, 366 (382) – OMT-Vorlagebeschluss.

## **2. Das Unterlassen der Bundesregierung**

Das Unterlassen der Bundesregierung ist möglicher Gegenstand einer Verfassungsbeschwerde, wenn geltend gemacht wird, dass eine entsprechende Handlungspflicht besteht und dass diese verletzt worden ist. Im OMT-Vorlagebeschluss hat das Bundesverfassungsgericht entschieden, dass die Bundesregierung aufgrund ihrer Integrationsverantwortung verpflichtet ist, im Falle von Ultra-vires-Handlungen oder im Falle von Verletzungen der Verfassungsidentität durch EU-Organe geeignete Maßnahmen zur Wiederherstellung der Kompetenzordnung zu ergreifen, und dass der Bürger einen entsprechenden Anspruch habe<sup>27</sup>.

### **III. Beschwerdebefugnis**

Der Beschwerdeführer rügt die Verletzung eines eigenen Grundrechts, nämlich des Rechts auf Teilhabe an der demokratischen Legitimation der öffentlichen Gewalt aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG. Durch die angegriffenen Maßnahmen der EZB und durch das andauernde Unterlassen der Bundesregierung wird dieses Recht gegenwärtig und unmittelbar verletzt.

Die gerügte Grundrechtsverletzung erscheint auch als möglich. Dies wird mit den Ausführungen zur Begründetheit (unten C.) eingehend gezeigt. Dort wird auch dargelegt, dass der Beschwerdeführer sich nicht gegen eine nur singuläre, möglicherweise unbeabsichtigte Überschreitung des Kompetenzrahmens richtet, sondern dass offensichtliche, strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitungen beziehungsweise Beeinträchtigungen der Verfassungsidentität im Sinne der Kriterien geltend gemacht wird, die das Bundesverfassungsgericht für die Ultra-vires-Rüge und die Identitätsrüge formuliert hat.

### **IV. Rechtswegerschöpfung**

Gegen die gerügten Maßnahmen gibt es keinen Rechtsschutz bei den Fachgerichten. Der Beschwerdeführer hat auch nicht die Möglichkeit, gegen die gerügten Maßnahmen der EZB den Europäischen Gerichtshof anzurufen. Ein Rechtsweg, der vor Einlegung der Verfassungsbeschwerde erschöpft werden müsste, ist hier also nicht gegeben.

### **V. Beschwerdefrist**

Die Verfassungsbeschwerde richtet sich nicht gegen eine Gerichtsentscheidung, sondern gegen Maßnahmen, gegen die es keinen Rechtsbehelf außer der Verfassungsbeschwerde gibt. Daher beträgt die Beschwerdefrist gemäß § 93 Abs. 3 BVerfGG ein Jahr.

---

<sup>27</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 53 = BVerfGE 134, 366 (397) – OMT-Vorlagebeschluss.

Die EZB hat das EAPP am 22.1.2015 beschlossen. Die Teilprogramme ABSPP und CBPP3 wurden zwar schon früher beschlossen, nämlich am 2.10.2014. Sie wurden aber durch den Beschluss vom 22.1.2015 in das Gesamtprogramm inkorporiert, so dass für das Gesamtprogramm einschließlich dieser Teilprogramme die Frist nicht vor dem 22.1.2015 zu laufen begann. Für die genannten Teilprogramme wurde also am 22.1.2015 eine neue Frist in Gang gesetzt. Sofern man dieser Rechtsauffassung nicht folgt, kann für die genannten Teilprogramme die Frist jedenfalls noch nicht am 2.10.2014 begonnen haben, sondern erst bei Veröffentlichung der Rechtsakte, durch die diese Teilprogramme in Geltung gesetzt wurden. Denn erst auf der Basis dieser Rechtsakte ließen sich die Programme endgültig auf ihre Rechtmäßigkeit überprüfen. Der Rechtsakt zum ABSPP stammt vom 19.11.2014 und wurde im Amtsblatt der EU am 6.1.2015 veröffentlicht. Der Rechtsakt zum CBPP3 vom 15.10.2014 wurde am 22.11.2014 im Amtsblatt der EU veröffentlicht. Der Rechtsakt zu dem als Teil des EAPP am 22.1.2015 beschlossenen PSPP wurde am 4.3.2015 beschlossen und am 14.5.2015 im Amtsblatt der EU veröffentlicht.

Die Jahresfrist ist somit sowohl im Hinblick auf das Gesamtprogramm als auch im Hinblick auf seine Teilprogramme eingehalten.

Was das Unterlassen der Bundesregierung angeht, so ist fraglich, ob die Frist hier überhaupt schon zu laufen begonnen hat. Denn das Unterlassen der Bundesregierung dauert immer noch an, und die Bundesregierung hat bisher – soweit ersichtlich – noch nicht eindeutig und definitiv geäußert, dass sie gegen das EAPP nichts unternehmen will. Allerdings ist die Frist für eine Klage beim EuGH inzwischen abgelaufen. Diese beträgt gemäß Art. 263 Abs. 6 AEUV zwei Monate ab Bekanntgabe der betreffenden Handlung. Stellt man auf den letzten zum EAPP veröffentlichten Rechtsakt ab, dann begann die Frist am 14.5.2015 zu laufen und endete demgemäß am 14.7.2015. Andere Maßnahmen der Bundesregierung als eine Klage beim EuGH sind zwar denkbar, kommen jedoch ohne vorherige Klärung der streitigen Rechtsfragen durch den EuGH wohl nicht nur politisch, sondern auch rechtlich nicht in Betracht. Deshalb ist davon auszugehen, dass die Bundesregierung mit dem Verstreichenlassen der Klagefrist implizit zu erkennen gegeben hat, dass sie gegen die hier gerügten Maßnahmen der EZB nichts unternehmen will. Daher begann die Frist für eine Verfassungsbeschwerde gegen das Unterlassen der Bundesregierung am 14.7.2015 zu laufen.

Auch im Hinblick auf das Unterlassen der Bundesregierung ist die Jahresfrist also eingehalten.

## C. Begründetheit

Die Verfassungsbeschwerde ist begründet.

Das erweiterte Anleihenankaufprogramm der EZB, das EAPP – mit seinem gigantischen Volumen von über tausend Milliarden (1,14 Billionen) – Euro überschreitet schon deshalb die geldpolitische Kompetenz der EZB, weil es gegen das im AEUV und in der ESZB-Satzung festgeschriebene Ziel, die Preisstabilität zu wahren, verstößt. Diese Programme dienen nicht der Wahrung der Preisstabilität, sondern der Anhebung der Inflationsrate (III.). Das ABS-Ankaufprogramm dient in erster Linie der Stützung von Banken, die einen hohen Anteil fauler Kredite in ihren Portfolios haben. Das ist Wirtschaftspolitik und nicht Geldpolitik. Zugleich bewirkt dieses Programm eine Risikoumverteilung zwischen den Eurostaaten; auch dafür hat die EZB keine Kompetenz. Eine geldpolitische Rechtfertigung für das ABSPP hat die EZB zwar zu geben versucht, doch vermögen ihre Argumente nicht zu überzeugen. Daher ist das ABSPP nicht durch die geldpolitische Kompetenz der EZB gedeckt (IV). Auch für das QE-Staatsanleihenankaufprogramm fehlt der EZB die Kompetenz. Abgesehen davon, dass auch dieses Programm nicht Preisstabilität sichern, sondern Inflation erzeugen soll, lässt es sich auch aus anderen Gründen geldpolitisch nicht rechtfertigen (V.). Außerdem verstößt das PSPP gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung (VI). Alle Kompetenzüberschreitungen sind offenkundig und von struktureller Bedeutung. Sie sind deshalb als Ultra-vires-Akte zu qualifizieren, die das Bundesverfassungsgericht im Rahmen seiner Ultra-vires-Kontrolle feststellen kann (VII.).

Außerdem verletzt die EZB mit ihren ABS-Ankäufen sowie mit den Staatsanleihenkäufen im Rahmen des PSPP die Budgethoheit des Bundestages und damit den unabänderlichen Verfassungskern (die „Verfassungsidentität“) des Grundgesetzes (VIII.), denn siebürdet dem Bundeshaushalt Risiken von weit über 100 Mrd. Euro auf, ohne dass der Bundestag dem zugestimmt hat.

Diese Ultra-vires-Akte und Verletzungen der Verfassungsidentität verletzen den Beschwerdeführer in seinem Grundrecht aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG (XI.). Denn „der wahlberechtigte Bürger hat zur Sicherung seiner demokratischen Einflussmöglichkeit im Prozess der europäischen Integration aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG grundsätzlich ein Recht darauf, dass eine Verlagerung von Hoheitsrechten nur in den dafür vorgesehenen Formen von Art. 23 Abs. 1 Sätze 2 und 3, Art. 79 Abs. 2 GG geschieht. Der demokratische Entscheidungsprozess, den diese Regelungen neben der gebotenen Bestimmtheit der Übertragung von Hoheitsrechten [...] gewährleisten, wird bei einer eigenmächtigen Kompetenzanmaßung von Organen und sonstigen Stellen der Europäischen Union unterlaufen“<sup>28</sup>.

Die EZB verletzt außerdem das Rechtsstaatsprinzip, indem sie keine Vorkehrungen dagegen trifft, dass an ihren geldpolitischen Entscheidungen Organmitglieder mitwirken, hin-

---

<sup>28</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 53 = BVerfGE 134, 366 (397) – OMT-Vorlagebeschluss.

sichtlich derer die Besorgnis der Befangenheit besteht. Diese strukturell rechtsstaatswidrige Praxis hat die EZB erneut ausgeübt und verfestigt, indem sie ihre Beschlüsse über das EAPP unter Mitwirkung ihres Präsidenten Draghi getroffen hat, obwohl es Umstände gibt, welche für ihn die Besorgnis der Befangenheit begründen (IX.).

Die Bundesregierung ist kraft ihrer Integrationsverantwortung verpflichtet, gegen Kompetenzanmaßungen von Unionsorganen und gegen Verletzungen der deutschen Verfassungsidentität vorzugehen. Indem sie dies unterlassen hat, hat sie das Recht des Beschwerdeführers aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG verletzt<sup>29</sup> (X.).

Bevor dies im einzelnen dargestellt wird, sollen vorab die verfassungsrechtlichen (I.) und die europarechtlichen Maßstäbe (II.) umrissen werden, wie sie sich auf der Basis der bisherigen Rechtsprechung darstellen. Soweit diese Maßstäbe anhand des vorliegenden Falles präzisiert oder weiterentwickelt werden müssen, nehme ich dazu im Rahmen der fallbezogenen Ausführungen (III.-XI.) Stellung.

## **I. Maßstäbe des Grundgesetzes für die Europäische Währungsunion**

Das Grundgesetz ermächtigt die deutschen Staatsorgane, sich an der europäischen Integration im Rahmen der Europäischen Union zu beteiligen und zu diesem Zweck Hoheitsrechte auf die Europäische Union zu übertragen. Es macht dies zugleich von einschränkenden Voraussetzungen abhängig, durch die sichergestellt werden soll, dass die fundamentalen Verfassungsprinzipien im Prozess der europäischen Integration sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene gewahrt bleiben (Art. 23 Abs. 1 GG). Zu diesen fundamentalen Verfassungsprinzipien zählt insbesondere das Demokratieprinzip.

Die Übertragung von Hoheitsrechten erfolgt durch einen völkerrechtlichen Vertrag, der der Billigung durch ein Zustimmungsgesetz bedarf. Dieses kann vom Bundesverfassungsgericht darauf überprüft werden, ob der Vertrag die grundgesetzlichen Integrationsvoraussetzungen erfüllt und ob insbesondere einerseits die Europäische Union auch nach Übertragung neuer Hoheitsrechte demokratischen Grundsätzen entspricht und ob andererseits das Demokratieprinzip auf nationaler Ebene durch den Vertrag nicht beschädigt wird.

Im Zusammenhang mit der Währungsunion hat sich das Bundesverfassungsgericht bezüglich der Verwirklichung des Demokratieprinzips auf europäischer Ebene mit der Problematik der Legitimation der EZB beschäftigt (1.), hinsichtlich der Wahrung der Demokratie auf nationaler Ebene mit den Auswirkungen der „Euro-Rettungspolitik“ auf die Budgethoheit des Bundestages (2.). Die Anforderungen, die sich aus dem Grundgesetz für die europäische Integration ergeben, müssen nicht nur im Zeitpunkt der Übertragung von Hoheitsrechten beziehungsweise im Zeitpunkt der Kontrolle des Zustimmungsgesetzes durch das Bundesverfassungsgerichts gewahrt sein, sondern sie müssen auch in der Folgezeit dauerhaft gewahrt bleiben (3.).

---

<sup>29</sup> Vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 53 = *BVerfGE* 134, 366 (397) – OMT-Vorlagebeschluss.

## 1. Probleme der demokratischen Legitimation der EZB

Aufgrund ihrer Konstruktion als von der Politik unabhängiges Organ ist die EZB dem Prozess der demokratischen Legitimation weitgehend entzogen. Die Mitglieder des Direktoriums verfügen zwar insofern über eine indirekte demokratische Legitimation, als sie vom Europäischen Rat ernannt werden. Jedoch wird diese wegen der mehrfachen Mittelbarkeit schon sehr schwache Legitimation dadurch noch viel weiter ausgedünnt, dass die Direktoriumsmitglieder auf acht Jahre ernannt werden – das ist für Ämter in der Exekutive nach den gängigen Maßstäben völlig inakzeptabel. Länger als fünf Jahre reicht die Legitimation nicht aus. Hinzu kommt, dass die Mitglieder des EZB-Direktoriums nicht parlamentarisch verantwortlich sind. Entsprechendes gilt für die Präsidenten der nationalen Zentralbanken, die von den Regierungen der Mitgliedstaaten bestellt werden und die neben den Direktoriumsmitgliedern dem EZB-Rat angehören. Demokratische Legitimität besäße die EZB nach den sonst üblichen – etwa für die Verwaltung geltenden – Kriterien also nur, wenn sie gegenüber demokratisch legitimierten Organen weisungsgebunden wäre. Dies ist jedoch wegen der rechtlich garantierten Unabhängigkeit der EZB nicht der Fall.

Das Bundesverfassungsgericht hat im Maastricht-Urteil dieses Legitimationsproblem gesehen und gesagt, im Hinblick auf die in Art. 88 Satz 2 GG vorgesehene Modifikation des Demokratieprinzips sei diese Einschränkung der demokratischen Legitimation mit dem Grundgesetz vereinbar. Die zur Gründung der Währungsunion vorgenommene Ergänzung des Art. 88 GG gestatte eine Übertragung von Befugnissen der Bundesbank auf eine Europäische Zentralbank, wenn diese den „strengen Kriterien des Maastrichter Vertrages und der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken hinsichtlich der Unabhängigkeit der Zentralbank und der Priorität der Geldwertstabilität“ entspricht. Das Bundesverfassungsgericht betont aber, dass die EZB-Befugnisse jedoch auch auf diesen Fall – also die Priorität der Wahrung der Geldwertstabilität – begrenzt seien. Und wörtlich:

»Diese Modifikation des Demokratieprinzips im Dienste der Sicherung des in eine Währung gesetzten Einlösungsvertrauens ist vertretbar, weil es der – in der deutschen Rechtsordnung erprobten und, auch aus wissenschaftlicher Sicht, bewährten – Besonderheit Rechnung trägt, daß eine unabhängige Zentralbank den Geldwert und damit die allgemeine ökonomische Grundlage für die staatliche Haushaltspolitik und für private Planungen und Dispositionen bei der Wahrnehmung wirtschaftlicher Freiheitsrechte eher sichert als Hoheitsorgane, die ihrerseits in ihren Handlungsmöglichkeiten und Handlungsmitteln wesentlich von Geldmenge und Geldwert abhängen und auf die kurzfristige Zustimmung politischer Kräfte angewiesen sind.«<sup>30</sup>

Nach diesen Aussagen des Maastricht-Urteils ist also die „Modifikation des Demokratieprinzips“, die hier in einem normalerweise nicht akzeptablen Legitimationsdefizit besteht, allein dadurch gerechtfertigt, dass die EZB strikt auf eine ganz besondere Sachaufgabe fokussiert ist, deren sachgerechte Wahrnehmung sowohl besondere Sachkompetenz als

---

<sup>30</sup> BVerfGE 89, 155 (208 f.) – Maastricht; bestätigt in BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 59 = BVerfGE 134, 366 (399 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.



auch politische Unabhängigkeit erfordert, nämlich die Aufgabe der Wahrung der Geldwertstabilität. Überschreitet die EZB die ihr nach dem Vertrag übertragenen Kompetenzen, dann handelt sie also nicht nur unter dem Ultra-vires-Gesichtspunkt undemokratisch, weil die von den nationalen Parlamenten mit der Zustimmung zum Vertrag vermittelte Legitimität nicht ausreicht, dieses Handeln abzudecken; sie handelt dann vor allem auch deshalb undemokratisch, weil der besondere Sachgrund, der gemäß Art. 88 GG die mangelnde demokratische Legitimation der EZB kompensiert, dort fehlt, wo die EZB ihre vertraglichen Aufgaben überschreitet.

Dies gilt auch noch unter einem weiteren Aspekt. Ein weiteres schwerwiegendes Demokratiedefizit, welches das Bundesverfassungsgericht im Maastricht-Urteil nicht angesprochen hat, ergibt sich nämlich aus der Zusammensetzung des EZB-Rates. Zusammensetzung beziehungsweise Stimmrechtsverteilung im EZB-Rat entsprechen nicht demokratischen Grundsätzen. Im EZB-Rat, der aus dem sechs Mitglieder umfassenden Direktorium und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Euro-Staaten besteht, sind die Präsidenten der nationalen Zentralbanken mit gleichem Stimmrecht vertreten (Art. 283 Abs. 1 AEUV, Art. 10 ESZB-Satzung). Das bedeutet, dass Länder wie Griechenland oder Zypern im EZB-Rat mit gleicher Stimme wie Deutschland vertreten sind, obwohl der Kapitalanteil Deutschlands 27,1 %, derjenige Griechenlands 2,8 % und derjenige Zyperns 0,2 % beträgt und obwohl Deutschland fast achtmal so viele Einwohner hat wie Griechenland und etwa achtmal so viele wie Zypern<sup>31</sup>. Da der EZB-Rat regelmäßig mit einfacher Mehrheit beschließt und selbst ein so großes Land wie Deutschland auch für Beschlüsse von sehr weitreichender Bedeutung keine Sperrminorität hat, kann das Beschlussverfahren im EZB-Rat nicht im entferntesten als demokratisch angesehen werden<sup>32</sup>. Zu rechtfertigen wären die groteske Disproportionalität und die dominierende Überrepräsentanz kleinerer Länder allenfalls dann, wenn man davon ausgehen könnte, dass die EZB strikt auf die Wahrnehmung solcher Aufgaben beschränkt ist, die sozusagen unpolitisch-expertokratisch – allein aufgrund des geld- und währungsökonomischen Sachverstands der im EZB-Rat versammelten Experten und nicht aufgrund von wirtschafts- oder allgemeinpolitischen Bewertungen oder gar aufgrund nationaler Interessen – wahrgenommen werden. Auch unter diesem Aspekt kann die EZB also allenfalls dann – im Sinne der vom Bundesverfassungsgericht akzeptierten „Modifikation des Demokratieprinzips“ – als hinreichend demokratisch legitimiert angesehen werden, wenn und solange sie sich strikt im Rahmen ihrer geldpolitischen Kompetenzen hält und nicht die Grenze zur Wirtschafts- und Fiskalpolitik und insbesondere zur (indirekten) Staatsfinanzierung überschreitet.

---

<sup>31</sup> Einwohnerzahlen laut Eurostat (Stand: 1.1.2012): Deutschland 81,8 Mio., Griechenland 11,3 Mio., Zypern 0,86 Mio., <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=de&pcode=tps00001> (abgerufen am 7.10.2012).

<sup>32</sup> Die undemokratische Entscheidungsstruktur wird neuerdings noch durch das ab Januar 2015 geltende Rotationsverfahren verstärkt: Die Satzung der EZB deckelt die Zahl der Stimmrechte der Präsidenten der nationalen Zentralbanken auf 15 (ESZB-Satzung Art. 10.2.), mit der Folge, dass der Präsident der Deutschen Bundesbank alle 5 Monate einen Monat lang nicht stimmberechtigt ist, vgl. Bundesbank, Wie die Stimmrechte im EZB-Rat rotieren, 19.9.2014, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014\\_09\\_21\\_rotationsprinzip.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014_09_21_rotationsprinzip.html) (abgerufen am 20.11.2014).

## 2. Die Budgethoheit des Bundestages

Ein unverzichtbarer Bestandteil des Demokratieprinzips ist die Haushaltsautonomie des Parlaments. Das Demokratieprinzip ist daher verletzt, „wenn sich der Deutsche Bundestag seiner parlamentarischen Haushaltsverantwortung dadurch entäußert, dass er oder zukünftige Bundestage das Budgetrecht nicht mehr in eigener Verantwortung ausüben können.“<sup>33</sup> „Die Entscheidung über Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Hand ist grundlegender Teil der demokratischen Selbstgestaltungsfähigkeit im Verfassungsstaat“, sagt das Bundesverfassungsgericht. Der Bundestag müsse auch im Rahmen internationaler Zusammenarbeit der Ort bleiben, in dem eigenverantwortlich über Einnahmen und Ausgaben entschieden wird<sup>34</sup>. „Würde über wesentliche haushaltspolitische Fragen der Einnahmen und Ausgaben ohne konstitutive Zustimmung des Bundestages entschieden oder würden überstaatliche Rechtspflichten ohne entsprechende Willensentscheidung des Bundestages begründet, so geriete das Parlament in die Rolle des bloßen Nachvollzuges und könnte nicht mehr die haushaltspolitische Gesamtverantwortung im Rahmen seines Budgetrechts wahrnehmen“<sup>35</sup>.

Der Bundestag dürfe seine Budgetverantwortung daher nicht durch unbestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen auf andere Akteure übertragen. Insbesondere dürfe er sich keinen finanzwirksamen Mechanismen ausliefern, die zu nicht überschaubaren haushaltsbedeutsamen Belastungen ohne vorherige konstitutive Zustimmung führen können, seien es Ausgaben oder Einnahmeausfälle<sup>36</sup>. Der Haushaltsgesetzgeber müsse seine Entscheidungen über Einnahmen und Ausgaben frei von Fremdbestimmung seitens der Organe und anderer Mitgliedstaaten der Europäischen Union treffen und dauerhaft „Herr seiner Entschlüsse“ bleiben. Der Bundestag dürfe deswegen einem intergouvernemental oder supranational vereinbarten, nicht an strikte Vorgaben gebundenen und in seinen Auswirkungen nicht begrenzten Bürgschafts- oder Leistungsautomatismus nicht zustimmen<sup>37</sup>.

<sup>33</sup> *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 121 = BVerfGE 129, 124 (177) – EFSF/EFSM; bestätigt in *BVerfG*, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 210 = BVerfGE 132, 195 (239) – ESM-Eilverfahren; *BVerfG*, Urt. v. 18.3.2014 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 161 = BVerfGE 135, 317 (399) – ESM-Hauptsache

<sup>34</sup> *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 124 sowie bereits 122 = BVerfGE 129, 124 (177 f.) m. Hinw. auf *BVerfGE* 123, 267 (359); 70, 324 (355 f.); 79, 311 (329); bestätigt in *BVerfG*, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 211 = *BVerfGE* 132, 195 (239); *BVerfG*, Urt. v. 18.3.2014 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 162 = BVerfGE 135, 317 (400) – ESM-Hauptsache.

<sup>35</sup> *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 124 = BVerfGE 129, 124 (178 f.); ebenso *BVerfG*, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a. – ESM Eilverfahren, Rn. 211 = BVerfGE 132, 195 (240) = *BVerfG*, Urt. v. 18.3.2014 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 162 = BVerfGE 135, 317 (400 f.) – ESM-Hauptsache.

<sup>36</sup> *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 125 = BVerfGE 129, 124 (179); bestätigt in *BVerfG*, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 212 = BVerfGE 132, 195 (240); *BVerfG*, Urt. v. 18.3.2014 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 163 = BVerfGE 135, 317 (401) – ESM-Hauptsache.

<sup>37</sup> *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 127 = BVerfGE 129, 124 (180); bestätigt in *BVerfG*, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 213 = BVerfGE 132, 195 (241); *BVerfG*, Urt. v. 18.3.2014 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 164 = BVerfGE 135, 317 (401 f.) – ESM-Hauptsache.

»Daher dürfen keine dauerhaften völkervertragsrechtlichen Mechanismen begründet werden, die auf eine Haftungsübernahme für Willensentscheidungen anderer Staaten hinauslaufen, vor allem wenn sie mit schwer kalkulierbaren Folgewirkungen verbunden sind. Jede ausgabenwirksame solidarische Hilfsmaßnahme des Bundes größeren Umfangs im internationalen oder unionalen Bereich muss vom Bundestag im Einzelnen bewilligt werden. Soweit überstaatliche Vereinbarungen getroffen werden, die aufgrund ihrer Größenordnungen für das Budgetrecht von struktureller Bedeutung sein können, etwa durch Übernahme von Bürgschaften, deren Einlösung die Haushaltsautonomie gefährden kann, oder durch Beteiligung an entsprechenden Finanzsicherungssystemen, bedarf nicht nur jede einzelne Disposition der Zustimmung des Bundestages; es muss darüber hinaus gesichert sein, dass weiterhin hinreichender parlamentarischer Einfluss auf die Art und Weise des Umgangs mit den zur Verfügung gestellten Mitteln besteht.«<sup>38</sup>

Deutsche Verfassungsorgane dürfen erst recht keine Blankettermächtigungen zur Ausübung öffentlicher Gewalt an supra- oder internationale Einrichtungen erteilen<sup>39</sup>.

### 3. Integrationsverantwortung der deutschen Staatsorgane

Die verfassungsrechtlichen Kriterien, die bei der Übertragung von Entscheidungsbefugnissen an die Europäische Union oder an andere internationale Einrichtungen beachtet werden müssen, sind nicht nur in dem Zeitpunkt zu beachten, in dem die Übertragung von Hoheitsrechten stattfindet, also bei Verabschiedung des betreffenden Zustimmungsgesetzes. Vielmehr trifft die zuständigen Staatsorgane eine „Integrationsverantwortung“: Sie haben dafür einzustehen, dass auch im weiteren Verlauf der Anwendung der betreffenden völkerrechtlichen Verträge, insbesondere der EU-Verträge, die Anforderungen des Grundgesetzes ständig gewahrt bleiben<sup>40</sup>.

Das Demokratieprinzip bleibt im Rahmen der europäischen Integration nur dann gewahrt, wenn

„die Mitgliedschaft der Bundesrepublik Deutschland und die daraus sich ergebenden Rechte und Pflichten – insbesondere auch das rechtsverbindliche unmittelbare Tätigwerden der Europäischen Gemeinschaften im innerstaatlichen Rechtsraum – für den Gesetzgeber voraussehbar im Vertrag umschrieben und durch ihn im Zustimmungsgesetz hinreichend bestimmbar normiert worden sind (vgl. BVerfGE 58, 1 <37>; 68, 1 <98 f.>). Das bedeutet zugleich, dass spätere wesentliche Änderungen des im Unions-Vertrag angelegten Integrationsprogramms und seiner Handlungsermächtigungen nicht mehr vom Zustimmungsgesetz zu diesem Vertrag gedeckt sind (vgl. schon BVerfGE 58, 1 <37>; BVerfGE 68, 1 <98 f.>; Mosler in: Handbuch des Staatsrechts, Band VII [1992], § 175

<sup>38</sup> BVerfG, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 128 = BVerfGE 129, 124 (180 f.); bestätigt in BVerfG, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 214 = BVerfGE 132, 195 (241); BVerfG, Urt. v. 18.3.2014 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 165 = BVerfGE 135, 317 (402) – ESM-Hauptsache.

<sup>39</sup> BVerfG, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a. – Rn. 209 = BVerfGE 132, 195 (238) m. Hinw. auf BVerfGE 58, 1 (37); 89, 155 (183f., 187); 123, 267 (351).

<sup>40</sup> Vgl. BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 31 = BVerfGE 134, 366 (388) – OMT-Vorlagebeschluss m.w.N.

Rdnr. 60). Würden etwa europäische Einrichtungen oder Organe den Unions-Vertrag in einer Weise handhaben oder fortbilden, die von dem Vertrag, wie er dem deutschen Zustimmungsgesetz zugrunde liegt, nicht mehr gedeckt wäre, so wären die daraus hervorgehenden Rechtsakte im deutschen Hoheitsbereich nicht verbindlich. Die deutschen Staatsorgane wären aus verfassungsrechtlichen Gründen gehindert, diese Rechtsakte in Deutschland anzuwenden. Dementsprechend prüft das Bundesverfassungsgericht, ob Rechtsakte der europäischen Einrichtungen und Organe sich in den Grenzen der ihnen eingeräumten Hoheitsrechte halten oder aus ihnen ausbrechen (vgl. BVerfGE 58, 1 <30 f.>; 75, 223 <235, 242>).“<sup>41</sup>

Auch die Budgethoheit des Bundestages, wie sie oben beschrieben wurde (C.I.2.), muss permanent gewahrt bleiben. Übergriffe von Unionsorganen in die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Bundestages sind nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts mit dem Grundgesetz unvereinbar. Das Bundesverfassungsgericht nimmt für sich die Kompetenz in Anspruch, solche Übergriffe in die „Verfassungsidentität“ der Bundesrepublik Deutschland im Rahmen seiner „Identitätskontrolle“ abzuwehren<sup>42</sup>. Das Bundesverfassungsgericht betont, dass Art. 79 Abs. 3 GG eine „absolute Grenze“ auch für die Anwendbarkeit des Unionsrechts im Geltungsbereich des Grundgesetzes markiere und dass die dort zugrundegelegten Prinzipien einer Abwägung nicht zugänglich seien<sup>43</sup>.

Deutsche Staatsorgane dürfen, wie das Bundesverfassungsgericht betont, am Zustandekommen und der Umsetzung von Ultra-vires-Akten und von solchen Maßnahmen nicht mitwirken, die die durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützte Verfassungsidentität berühren<sup>44</sup>.

Darüber hinaus sind die Staatsorgane verfassungsrechtlich verpflichtet, dafür zu sorgen, dass die Europäische Union ihre Kompetenzen nicht überschreitet und durch ihre Maßnahmen die grundlegenden Verfassungsprinzipien des Grundgesetzes nicht verletzt<sup>45</sup>. Dazu hat das Bundesverfassungsgericht festgestellt<sup>46</sup>:

„Aus der Integrationsverantwortung erwächst für den Deutschen Bundestag und die Bundesregierung die Pflicht, über die Einhaltung des Integrationsprogramms zu wachen und bei offensichtlichen und strukturell bedeutsamen Kompetenzüberschreitungen durch Organe der Europäischen Union nicht nur Mitwirkungs- und Umsetzungshandlungen zu unterlassen, sondern aktiv auf die Einhaltung des Integrationsprogramms hinzuwirken. Sie können dafür die Kompetenzenmaßnahme

<sup>41</sup> BVerfGE 89, 155 (187 f.) – Maastricht; zitiert in BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 21 = BVerfGE 134, 366 (381 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>42</sup> Vgl. z.B. BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 28 = BVerfGE 134, 366 (382) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>43</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 29 = BVerfGE 134, 366 (386 f.) – OMT-Vorlagebeschluss, m. Hinw. auf BVerfGE 123, 267 (348) und BVerfGE 123, 267 (343).

<sup>44</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 30 = BVerfGE 134, 366 (387 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>45</sup> Zu dieser Verpflichtung grundlegend *Dietrich Murswiek*, Verfassungsrechtliche Handlungspflichten zum Schutz der Verfassung, in: FS Kloepfer, 2013, S. 121-138.

<sup>46</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 49 = BVerfGE 134, 366 (395 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

nachträglich legitimieren, indem sie eine – die Grenzen von Art. 79 Abs. 3 GG wahrende – entsprechende Änderung des Primärrechts anstoßen und die in Anspruch genommenen Hoheitsrechte im Verfahren nach Art. 23 Abs. 1 Sätze 2 und 3 GG förmlich übertragen. Soweit dies nicht möglich oder nicht gewollt ist, sind sie dagegen grundsätzlich verpflichtet, im Rahmen ihrer jeweiligen Kompetenzen mit rechtlichen oder mit politischen Mitteln auf die Aufhebung vom Integrationsprogramm nicht gedeckter Maßnahmen hinzuwirken sowie – solange die Maßnahmen fortwirken – geeignete Vorkehrungen dafür zu treffen, dass die innerstaatlichen Auswirkungen der Maßnahmen so weit wie möglich begrenzt bleiben.“

## **II. Maßstäbe des Europarechts**

### **1. Kompetenzordnung – das geldpolitische Mandat der EZB**

#### **a) Abgrenzung von Geld- und Wirtschaftspolitik**

Die Zuständigkeit der EZB ist in Art. 119 und Art. 127 ff. AEUV sowie Art. 17 ff. ESZB-Satzung geregelt. Nach diesen Vorschriften ist das Mandat der EZB auf die Währungspolitik beschränkt. Die Wirtschaftspolitik hingegen fällt in die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten und teilweise – beschränkt auf Koordinierungsmaßnahmen – auch in die Zuständigkeit der anderen Unionsorgane. Diesbezüglich kommt der EZB nur eine unselbständige Unterstützungskompetenz zu (Art. 127 Abs. 1 Satz 2, Art. 282 Abs. Satz 3 AEUV; Art. 2 Satz 2 ESZB-Satzung). Diese darf nur wahrgenommen werden, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist (Art. 2 Satz 2 ESZB-Satzung). Eine eigenständige Gestaltungskompetenz auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik hat die EZB hingegen nicht<sup>47</sup>.

Für die Beantwortung der Frage, ob das QE-Programm (EAPP) vom Mandat der EZB gedeckt ist, kommt es somit maßgeblich auf die Unterscheidung von Währungs- und Wirtschaftspolitik an oder präziser: von Geldpolitik und Wirtschaftspolitik.

Die Geldpolitik ist ein Teil der Währungspolitik, die nach Art. 127 Abs. 2 AEUV und Art. 3.1. ESZB-Satzung neben der Geldpolitik die Durchführung von Devisengeschäften, das Halten und Verwalten der offiziellen Währungsreserven sowie die Förderung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme umfasst. Da das EAPP offenkundig nicht unter einen dieser anderen Kompetenztitel fällt, kommt es entscheidend darauf an, ob es durch das geldpolitische Mandat gedeckt ist oder ob es als Wirtschafts- oder Fiskalpolitik einzuordnen ist und demgemäß in die Kompetenz der Mitgliedstaaten fällt.

Kriterien für die Unterscheidung von Geldpolitik und Wirtschaftspolitik sind im AEUV und in der ESZB-Satzung nicht ausdrücklich geregelt, so dass sie aus dem Kontext, aus der Zielsetzung und auch aus der Geschichte erschlossen werden müssen. Der Gerichtshof der

---

<sup>47</sup> Vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 68 = *BVerfGE* 134, 366 (403 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

Europäischen Union (EuGH) hat sich im Pringle-Urteil und zuletzt im OMT-Urteil (Rechtssache Gauweiler u.a.) dazu geäußert, und das Bundesverfassungsgericht hat in seinem Vorlagebeschluss zum OMT-Staatsanleihenkaufprogramm der EZB ausführlich dazu Stellung genommen.

Im Pringle-Urteil stellt der EuGH fest, vorrangiges Ziel der Währungspolitik sei gemäß Art. 127 Abs. 1 und Art. 282 Abs. 2 AEUV die Gewährleistung der Preisstabilität<sup>48</sup>. Von dem Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität sei das Ziel, die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren, klar zu unterscheiden. Letzteres Ziel rechnet der EuGH der Wirtschaftspolitik zu. „Auch wenn die Stabilität des Euro-Währungsgebiets Auswirkungen auf die Stabilität der in diesem Gebiet verwendeten Währung haben mag, kann eine wirtschaftspolitische Maßnahme nicht allein deshalb einer währungspolitischen Maßnahme gleichgestellt werden, weil sie mittelbare Auswirkungen auf die Stabilität des Euro haben kann.“<sup>49</sup>

Hiernach kommt es darauf an, ob mit einer Maßnahme *unmittelbar* wirtschaftspolitische oder währungspolitische Ziele verfolgt werden. Das Bundesverfassungsgericht greift dieses Kriterium auf und stellt fest, dass es auf die – objektiv zu bestimmende – unmittelbare Zielsetzung ankomme<sup>50</sup>. Ergänzend sagt es, neben der Zielsetzung seien auch die zur Zielerreichung gewählten Mittel und ihre Effekte abgrenzungsrelevant<sup>51</sup>. Zu den Maßnahmen der Geldpolitik gehören unstreitig die Festsetzung der Leitzinsen und die Mindestreservepolitik (vgl. Art. 19 ESZB-Satzung). Auch Offenmarkt- und Kreditgeschäfte sind vom Mandat der EZB gedeckt, wenn – aber auch nur wenn – sie der Geldpolitik dienen (vgl. Art. 18 ESZB-Satzung). Die Gewährung von Finanzhilfen an Staaten gehört nach der Rechtsprechung „offenkundig“ nicht zur Währungspolitik<sup>52</sup>.

Ein weiteres Kriterium ist für das Bundesverfassungsgericht „die Verbindung der einzuordnenden Maßnahme zu sonstigen Regelungen“. Insbesondere könnten Bezugnahmen einer Maßnahme auf andere Regelungen und die Einbettung der Maßnahme in eine aus mehreren Einzelmaßnahmen bestehende Gesamtregelung die Zugehörigkeit zur Wirtschafts- oder Währungspolitik indizieren<sup>53</sup>.

---

<sup>48</sup> *EuGH*, Urt. v. 27.11.2012 – Rs. C-370/12, Rn. 54 – Pringle.

<sup>49</sup> Rn. 56.

<sup>50</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 64 = BVerfGE 134, 366 (401 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>51</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 65 = BVerfGE 134, 366 (402) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>52</sup> *EuGH*, Urt. v. 27.11.2012 – Rs. C-370/12, Rn. 57 – Pringle; *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 65 = BVerfGE 134, 366 (402) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>53</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 66 = BVerfGE 134, 366 (402) – OMT-Vorlagebeschluss.

Der EuGH knüpft in der Rechtssache Gauweiler u.a.<sup>54</sup> zunächst an seine Ausführungen im Pringle-Urteil an. Im Ansatz zutreffend stellt der EuGH darauf ab, welches Ziel mit einer Maßnahme unmittelbar verfolgt wird. Zwar sagt der EuGH zunächst nur, dass es hauptsächlich auf die Ziele einer Maßnahme ankomme, ohne das Unmittelbarkeitskriterium zu erwähnen (Rn. 46). Aus späteren Ausführungen ergibt sich aber, dass die Unmittelbarkeit maßgeblich sein soll. So sagt der EuGH in Rn. 52, eine währungspolitische Maßnahme könne nicht allein deshalb einer wirtschaftspolitischen Maßnahme gleichgestellt werden, weil sie mittelbare Auswirkungen auf die Stabilität des Euro-Währungsgebiets haben kann. Der EuGH unterscheidet somit zwischen dem unmittelbar verfolgten Ziel einer Maßnahme und den mittelbaren Auswirkungen. Allerdings lässt der EuGH die subjektive Zielbekundung der EZB genügen. Wenn diese behauptet, ein geldpolitisches Ziel zu verfolgen, wird dies vom EuGH akzeptiert, auch wenn alle Indizien dafür sprechen, dass die EZB unausgesprochen ein anderes – wirtschaftspolitisches – Ziel verfolgt (Rn. 46). Damit verzichtet er auf jede Kompetenzkontrolle. Denn es ist selbstverständlich, dass die EZB nicht offen bekennt, ein wirtschaftspolitisches Ziel zu verfolgen. Sie weiß, dass sie rechtlich gebunden sein soll und gerichtlicher Kontrolle unterliegt. Ebenso wie keine Regierung jemals erklären wird, sie werde jetzt einen Angriffskrieg führen, sondern jede militärische Operation als Akt der Verteidigung oder der humanitären Intervention darstellt, so wird auch der EZB-Rat niemals erklären, er wolle mit Anleihenkäufen die Finanzierungsmöglichkeiten eines Mitgliedstaates verbessern, er wolle die regionale Arbeitslosigkeit bekämpfen oder er wolle den Banken zu höheren Gewinnen verhelfen. Selbstverständlich wird er für alles, was er macht, ein währungspolitisches oder als währungspolitisch deklariertes Ziel angeben. Wenn das ausreicht, ist seine Kompetenz praktisch unbegrenzt. Er kann dann tun, was er will; er muss nur behaupten, das solle letztlich der Preisstabilität dienen. Insofern nimmt der EuGH nur eine Pseudo-Kontrolle vor, die lediglich den Schein wahr, aber der EZB faktisch völlig freie Hand lässt. Dies ist mit dem Rechtsstaatsprinzip und mit dem Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung völlig unvereinbar. Wie das Bundesverfassungsgericht festgestellt hat, kann es nicht auf die offiziell bekundeten subjektiven Zielerklärungen der EZB ankommen, sondern nur auf die tatsächlich verfolgten Ziele, wie sie sich anhand der objektiven Umstände ermitteln lassen.

In der Rechtssache Gauweiler u.a. hat der EuGH bei Anwendung seines Abgrenzungskriteriums auf das OMT-Programm der EZB das Unmittelbarkeitskriterium der Sache nach fallen gelassen, indem er Ziele, die die EZB mit diesem Programm nur sehr mittelbar verfolgt, als Ziele akzeptiert hat, die das Programm als geldpolitisch qualifizieren. Auch diese Aufweichung des zutreffenden Abgrenzungsansatzes ist völlig inakzeptabel. Denn die Abgrenzung von Kompetenzen anhand des Ziels einer Maßnahme ist überhaupt nur möglich, wenn man auf das *unmittelbar* verfolgte Ziel abstellt. Verzichtet man auf das Unmittelbarkeitskriterium, dann ist jedenfalls bei sehr sachnahen Kompetenzfeldern wie der Währungspolitik und der Wirtschaftspolitik eine Kompetenzabgrenzung anhand des Ziels nicht mehr möglich. Mit jeder wirtschaftspolitischen Maßnahme lassen sich wegen der mit ihr verbundenen mittelbaren Auswirkungen währungspolitische Ziele verfolgen und umgekehrt mit jeder währungspolitischen Maßnahme wirtschaftspolitische Ziele. Wenn die mit-

---

<sup>54</sup> EuGH, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a.

telbare Zielverfolgung ausreichte, könnte die EZB das gesamte Feld der Wirtschaftspolitik okkupieren. Und umgekehrt könnten die Mitgliedstaaten Währungspolitik betreiben, die sie als Wirtschaftspolitik ausgeben, weil sie mittelbar wirtschaftspolitischen Zielen dient. Wir hätten dann Doppelkompetenzen, und die Unabhängigkeit der EZB wäre dahin. Zuständigkeitsunterscheidungen wären dann nur noch partiell anhand der zur Zielverfolgung verfügbaren *Mittel* möglich.

Die rechtlich verfügbaren Mittel sind als ergänzendes Kriterium zur Kompetenzabgrenzung zwar wichtig. Beispielsweise hat die EZB nicht die Kompetenz, Gesetze zur Regulierung des Arbeitsmarktes zu erlassen, und die Mitgliedstaaten haben nicht die Kompetenz, die Leitzinsen oder die Mindestreservesätze festzusetzen. Aber wo bestimmte Instrumente „neutral“ sind und den verschiedenen Kompetenzträgern zur Verfügung stehen, wie insbesondere der Ankauf von Staatsanleihen, ist die Kompetenzabgrenzung anhand des Ziels unverzichtbar. Und anhand des Ziels ist sie – wie gezeigt – nur möglich, wenn damit das unmittelbar verfolgte Ziel gemeint ist.

Freilich ist mit dem Unmittelbarkeitskriterium gerade bezüglich der Geldpolitik ein Problem verbunden: Die Geldpolitik arbeitet – nicht ausschließlich, aber typischerweise – mit Mitteln indirekter Marktbeeinflussung. Ihr zentrales Ziel ist die Preisstabilität. Da in einem marktwirtschaftlichen System die Preise sich am Markt bilden und nicht hoheitlich festgesetzt werden, kann die Zentralbank nur indirekt auf die Stabilisierung des Preisniveaus hinwirken. Dies tut sie in der Regel nicht dadurch, dass sie den Marktteilnehmern Vorschriften macht (die Mindestreservevorschriften sind hier eine Ausnahme), sondern dadurch, dass sie mit den Leitzinsen und mit dem zur Verfügung gestellten Kreditvolumen auf die Geldmenge und auf die Kreditvergabe durch die Finanzinstitute einwirkt – bei inflationären Tendenzen restriktiv und bei deflationären Tendenzen expansiv. Das Hauptziel der Geldpolitik, die Preisstabilität zu gewährleisten, wird also immer mittelbar verfolgt.

Es wäre aber völlig verfehlt und führte zur Auflösung der Kompetenzordnung und damit des Rechts, wenn man daraus folgerte, jede Maßnahme, die mittelbar dem Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität dienen soll, sei durch die geldpolitische Kompetenz gedeckt.

Vielmehr ist die Mittelbarkeit der Zielverfolgung dann, aber auch nur dann kompetenzrechtlich unschädlich, wenn und soweit auch die unmittelbar verfolgten Zwischenziele von der geldpolitischen Kompetenz gedeckt sind. So sind die Einwirkung auf das Zinsniveau durch Festlegung der Leitzinsen und die Steuerung der Geldmenge durch die von der Zentralbank den Geschäftsbanken angebotene Kreditfazilitäten im AEUV und in der ESZB-Satzung vorgesehene Aufgaben der EZB. Hier indiziert die Wahl des Instruments bereits den geldpolitischen Charakter des Zwischenziels. Setzt die EZB hingegen ein Instrument ein, das als solches nicht ein ausschließlich geldpolitisches Instrument ist, sondern ebenso zu wirtschaftspolitischen Zwecken verwendet werden kann, dann kommt es darauf an, ob das unmittelbar verfolgte Zwischenziel geldpolitischen oder wirtschaftspolitischen Charakter hat. Besteht das unmittelbar verfolgte Zwischenziel z.B. darin, die Geldmenge auszuweiten oder einzuengen, ist das Zwischenziel geldpolitisch. Besteht das unmittelbar verfolgte Zwischenziel z.B. darin, die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen, ist das Zwischenziel



wirtschaftspolitisch. In diesem Fall handelt es sich um eine wirtschaftspolitische Maßnahme, selbst wenn damit mittelbar auf die Preisstabilität eingewirkt und somit mittelbar ein geldpolitisches Ziel verfolgt werden soll.

Mittelbarkeit der Zielverfolgung durch influenzierende Maßnahmen und kompetenzrechtliches Unmittelbarkeitskriterium schließen sich also nicht aus, wenn und soweit die unmittelbar verfolgten Zwischenziele ebenfalls durch die Kompetenzordnung gedeckt sind.

Der Verzicht auf das Unmittelbarkeitskriterium müsste hingegen zur völligen Auflösung jeder durch Ziele programmierten Kompetenzordnung führen. Beispiel: Die Regierung eines EU-Staates möchte Arbeitsplätze im eigenen Lande schaffen, indem sie Einfuhren aus Drittstaaten erschwert. Sie will deshalb Zölle auf Importe aus Nicht-EU-Staaten erheben, von denen sie annimmt, dass sie sich durch Sozialdumping Wettbewerbsvorteile verschaffen. Ziel der Maßnahme ist die Schaffung von Arbeitsplätzen. Das ist ein wirtschaftspolitisches Ziel. Dafür sind die Mitgliedstaaten zuständig. Zwischenziel ist die Erschwerung von Importen aus Drittstaaten. Das ist eine Maßnahme des Außenhandels, für die die EU zuständig ist (Art. 3 AEUV). Ohne das Unmittelbarkeitskriterium könnten die Mitgliedstaaten Außenzölle festlegen, wenn sie damit die Schaffung oder Erhaltung von Arbeitsplätzen bezwecken. Es ist völlig evident, dass der EuGH dies – zu Recht – nicht akzeptieren würde.

Zusammenfassend ist also festzuhalten, dass die Abgrenzung von Geldpolitik und Wirtschaftspolitik anhand der objektiv und unmittelbar verfolgten Ziele zu erfolgen hat.

### **b) Grundsatz der engen Kompetenzauslegung bei demokratisch nicht legitimierten Organen**

Die Kompetenzen der EZB müssen eng ausgelegt werden. Ihre Einhaltung unterliegt vollständiger gerichtlicher Kontrolle. Das ergibt sich daraus, dass es der EZB an demokratischer Legitimation fehlt. Den Mitgliedern des Direktoriums und des EZB-Rats fehlt es an demokratischer Legitimation, weil die rechtlich garantierte Unabhängigkeit der EZB (Art. 130 und Art. 282 Abs. 3 Sätze 3 und 4 AEUV) sie außerhalb des demokratischen Willensbildungsprozesses, demokratischer Kontrolle und parlamentarischer Verantwortlichkeit stellt. Außerdem entsprechen Zusammensetzung des EZB-Rats und Stimmgewichtung (Art. 283 Abs. 1 AEUV, Art. 10 ESZB-Satzung) in keiner Weise den Prinzipien demokratischer Repräsentation (näher oben C.I.1.).

Die EZB bezieht ihre Legitimation aus dem Sachverstand der Mitglieder ihres Rates und ihres Direktoriums, denen gerade deshalb Unabhängigkeit garantiert ist, weil sie unbeeinflusst von den Willensentscheidungen des demokratischen Prozesses und insbesondere ohne Rücksicht auf Wahlergebnisse oder auf die Erwartungen der Wähler im Hinblick auf künftige Wahlen allein am Maßstab dessen entscheiden sollen, was sie aufgrund ihres Expertenwissens für die Wahrung der Preisstabilität für geboten erachten. Diese expertokrati-

sche Legitimation lässt sich als Ausnahme vom Demokratieprinzip<sup>55</sup> aber nur rechtfertigen, wenn die EZB streng im Rahmen ihres währungspolitischen Mandats bleibt<sup>56</sup>. Dieses muss im Zweifel – wie jede Ausnahme von einem allgemeinen Prinzip – eng ausgelegt werden.

### **c) Das Verhältnismäßigkeitsprinzip als Kompetenzausübungsgrenze bei „unkonventionellen Maßnahmen“**

Im OMT-Verfahren hat der Generalanwalt die Auffassung vertreten, dass „unkonventionelle Maßnahmen“ der EZB am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes (Art. 5 Abs. 4 EUV) geprüft werden müssten. Die Union dürfe ihre Kompetenzen stets nur unter Einhaltung des Prinzips der begrenzten Einzelermächtigung ausüben. Dies sei besonders dringlich, wenn es sich um die Ausübung von Zuständigkeiten handelt, die aufgrund von außergewöhnlichen Umständen ausgeübt werden<sup>57</sup>. Mit dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz ist die Maßnahme nur dann vereinbar, wenn sie zur Erreichung eines geldpolitischen Ziels geeignet, erforderlich und im engeren Sinne verhältnismäßig ist<sup>58</sup>.

Es erscheint zunächst als überraschend, dass das Verhältnismäßigkeitsprinzip als Kompetenzausübungsschranke auch dort zur Geltung gebracht werden soll, wo – wie im Bereich der Währungspolitik – die EU eine ausschließliche Kompetenz hat<sup>59</sup>. Jedoch lässt sich die Grenze zwischen der währungspolitischen Kompetenz der EZB und der wirtschaftspolitischen Kompetenz der Mitgliedstaaten nicht immer messerscharf abgrenzen. In der Grauzone, in der beides ineinander übergeht, verlangt das Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung (Art. 5 Abs. 1 Satz 1 AEUV), dass das Hinüberwirken geldpolitischer Maßnahmen in den Bereich der Wirtschaftspolitik – also mittelbare Auswirkungen auf den Kompetenzbereich der Mitgliedstaaten – nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit begrenzt werden (Art. 5 Abs. 1 Satz 2 AEUV).

<sup>55</sup> Vgl. auch *BVerfG*, Urt. v. 12.10.1993 – 2 BvR 2134, 2159/92, *BVerfGE* 89, 155 (208 f.) – Maastricht.

<sup>56</sup> Zutreffend *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 58-59 = *BVerfGE* 134, 366 (399 f.) – OMT-Vorlagebeschluss. Die Stellungnahme des Generalanwalts dazu ist ambivalent: Einerseits betont er, dass die EZB „an ein klares und eng an die Bekämpfung der Inflation geknüpftes Mandat gebunden“ sei und spricht von einer „strikten Bindung“ an das Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität. Andererseits weicht er dann diese strikte Bindung auf, indem er der EZB mit Blick auf ihre Unabhängigkeit praktisch freie Hand gibt, vgl. *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 107 f., 111 ff.

<sup>57</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 161.

<sup>58</sup> Vgl. *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 171 ff.

<sup>59</sup> Dass das Verhältnismäßigkeitsprinzip auch im Bereich ausschließlicher Unionszuständigkeiten nicht nur als Maßstab für die Beachtung der Grundrechte gilt, sondern auch „die nationale Identität der Mitgliedstaaten und damit die Aufgaben und Befugnisse ihrer Parlamente gegen ein Übermaß europäischer Regelungen“ schützt, hat das Bundesverfassungsgericht bereits im Maastricht-Urteil festgestellt, *BVerfGE* 89, 155 (212).

Eine Kontrolle am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes ist nur möglich, wenn die EZB ihre Maßnahme begründet. Aus der Begründung muss sich nachvollziehbar ergeben, welche Ziele die EZB verfolgt und inwiefern zur Erreichung dieser Ziele die Maßnahme geeignet, erforderlich und angemessen ist<sup>60</sup>.

Außerdem fordert der Generalanwalt, dass die Einzelheiten einer unkonventionellen Maßnahme von der EZB in einem Rechtsakt festgelegt werden müssten<sup>61</sup>.

## 2. Materielles Recht

### a) Preisstabilität als maßgebliches Ziel

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik, das zu verfolgen die EZB rechtlich verpflichtet ist, ist die Wahrung der Preisstabilität (Art. 119 Abs. 2, Art. 127 Abs. 1, Art. 282 Abs. 2 Satz 2 AEUV; Art. 2 ESZB-Satzung).

Der Begriff der Preisstabilität ist im primären Unionsrecht nicht definiert. In der rechtswissenschaftlichen Literatur besteht Einigkeit darüber, dass mit „Preisstabilität“ nicht „Währungsstabilität“ im umfassenden Sinne gemeint ist, nämlich nicht die Außenwertstabilität des Euro in Relation zu anderen Währungen (Wechselkursstabilität), sondern lediglich die Stabilität der Preise innerhalb der Eurozone, also Kaufwertstabilität innerhalb der Eurostaaten (Stabilität des Binnenwerts)<sup>62</sup>. Als Argument für dieses Begriffsverständnis wird neben dem Wortlaut – „Preisstabilität“ statt „Währungsstabilität“ – der Hinweis auf die Konvergenzkriterien (Art. 140 Abs. 1 AEUV) herangezogen, zu denen eine in Relation zu den Inflationsraten anderer Mitgliedstaaten hohe Preisstabilität gehört<sup>63</sup>. Preisstabilität herrscht, solange die in Einheiten einer bestimmten Währung nominierten Preise für Waren und Dienstleistungen und damit der Geldwert konstant bleiben<sup>64</sup>.

Einigkeit besteht auch darüber, dass es nicht auf die Entwicklung von Einzelpreisen, sondern auf das Preisniveau – ausgedrückt in der Inflationsrate – ankommt<sup>65</sup>. Preisstabilität besteht dann, wenn das Preisniveau im ganzen stabil ist, wenn es also weder Inflation noch

---

<sup>60</sup> Vgl. *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 164 ff.

<sup>61</sup> Vgl. *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 162.

<sup>62</sup> Vgl. z.B. *Ulrich Häde*, in: Callies/Ruffert, EUV/AEUV, 4. Aufl. 2011, Art. 119 AEUV Rn. 21 m.w.N.

<sup>63</sup> Vgl. *Christian Waldhoff*, in: Siekmann (Hg.), Kommentar zur EWU, 2013, Art. 127 AEUV Rn. 12.

<sup>64</sup> *Häde* (Fn. 62), Rn. 21 m. Hinw. auf *Staudinger-K. Schmidt*, BGB, 13. Bearbeitung 1997, Vorbem. zu §§ 244 ff. Rn. D 13 ff.; *Thomas Weikart*, Geldwert und Eigentumsgarantie, 1993, S. 62 ff.; *Jan Endler*, Europäische Zentralbank und Preisstabilität, 1998, S. 390 ff.; ebenso *Bernhard Kempen*, in: Streinz (Hg.), EUV/AEUV, 2. Aufl. 2012, Art. 119 AEUV Rn. 25; *Alexander Thiele*, Das Mandat der EZB und die Krise des Euro, 2013, S. 27 f.

<sup>65</sup> Vgl. z.B. *Endler* (Fn. 64), S. 63 ff.

Deflation gibt<sup>66</sup>. Die Inflationsrate wird von der EZB auf der Grundlage des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ermittelt<sup>67</sup>. Allerdings gibt es unterschiedliche Auffassungen darüber, wie konstant der Verbraucherpreisindex sein muss, damit man das Preisniveau noch als stabil qualifizieren kann. Absolute Preisstabilität zu erreichen, ist praktisch nicht möglich. Gewisse Schwankungen um das Ausgangsniveau müssen daher hingenommen werden. Insbesondere kann das Preisniveau durch die Geldpolitik nicht kurzfristig feingesteuert werden, so dass es darauf ankommt, dass auf mittelfristige Sicht die Preise stabil gehalten werden<sup>68</sup>.

Der EZB-Rat hat 1998 – kurz vor Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion – sein eigenes Verständnis der Preisstabilität formuliert und folgende Definition veröffentlicht: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr.“<sup>69</sup>

Nach dieser Definition liegt bei einer Inflationsrate von 2 % und mehr keine Preisstabilität mehr vor. Dass 2 % die Obergrenze dessen ist, was noch als „stabil“ betrachtet werden kann, scheint allgemeiner Konsens zu sein<sup>70</sup>. Insofern ist die Definition unproblematisch. Im übrigen aber fragt sich, wie sie zu verstehen ist: Wird mit den 2 % die von der EZB akzeptierte kurzfristige Schwankungsbreite angegeben, oder ist eine Inflationsrate gemeint, die unabhängig von kurzfristigen Schwankungen mittel- und langfristig hingenommen wird?

Wenn die erste Interpretationsmöglichkeit richtig ist, dürfte die Definition mit dem Vertrag vereinbar sein. Dass sie dem Selbstverständnis der EZB entspricht, könnte daraus zu entnehmen sein, dass der EZB-Rat gleichzeitig erklärt hat, Preisstabilität müsse mittelfristig beibehalten werden. Die EZB erläutert dies damit, dass die Geldpolitik nicht allen unerwarteten Störungen des Preisniveaus entgegenwirken könne; ein gewisses Maß an kurzfristiger Volatilität der Preisentwicklung sei daher unvermeidbar<sup>71</sup>.

Wenn andererseits aber Preisstabilität mit einem „Anstieg“ der Inflationsrate von weniger als 2 % definiert und dann ein Bekenntnis zur mittelfristigen Beibehaltung der Preisstabilität

---

<sup>66</sup> Vgl. *Waldhoff* (Fn. 63), Rn. 12.

<sup>67</sup> Vgl. *Waldhoff* (Fn. 63), Rn. 12 m. Hinw. auf EZB Monatsbericht Juli 2005, S. 61; *Reeh*, FS Nölling, S. 463 (466 ff.).

<sup>68</sup> Zutreffend *EZB*, Die Geldpolitik der EZB, 2001, S. 42.

<sup>69</sup> *EZB*, Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB, Pressemitteilung vom 13.10.1998, Übersetzung durch Deutsche Bundesbank, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/1998/1998\\_10\\_13\\_strategie.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/1998/1998_10_13_strategie.pdf?__blob=publicationFile) (abgerufen 21.11.2014).

<sup>70</sup> Die EZB beruft sich darauf, dass ihre Definition mit der von den meisten nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet vor Beginn der Währungsunion benutzten Definition übereinstimme. Auch habe der EU-Rat (ECOFIN) im Juli 1995 2 % als die höchste mit Preisstabilität zu vereinbarende Inflationsrate bezeichnet, *EZB* (Fn. 68), S. 45.

<sup>71</sup> *EZB* (Fn. 68), S. 42.

tät abgegeben wird, könnte dies auch so verstanden werden, dass nach dem Verständnis der EZB die kurzfristige Volatilität größer als 2 % sein darf, wenn sich mittelfristig eine Inflationsrate einpendelt, die kleiner als 2 % ist.

Dafür, dass die EZB dies tatsächlich so meint, sprechen ihre weiteren Erläuterungen. Die quantitative Definition der Preisstabilität, so die EZB, solle der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten einen Maßstab für die Beurteilung der EZB sowie eine Orientierungshilfe für die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung geben. Die EZB will auf diese Weise die „längerfristigen Inflationserwartungen“ stabilisieren und die Unternehmen, Gewerkschaften und andere am Lohn- und Preisbildungsprozess beteiligte Wirtschaftsakteure davon abbringen, bei ihren Entscheidungen höhere Inflationsraten einzukalkulieren, was wiederum die Gewährleistung der Preisstabilität erschweren würde. Die Definition trage somit dazu bei, die Glaubwürdigkeit und Effektivität der einheitlichen Geldpolitik zu steigern<sup>72</sup>.

Somit hält die EZB eine am HVPI gemessene mittel- und langfristige Inflation von bis zu knapp unter 2 % für vereinbar mit ihrem Auftrag, die Preisstabilität zu wahren. Dem steht auf der anderen Seite nicht ein entsprechender Spielraum in Richtung auf eine Senkung des Preisniveaus gegenüber. Die EZB akzeptiert mit ihrer Definition nicht etwa auch eine Deflation von weniger als 2 %, sondern sie akzeptiert überhaupt keine Deflation. Sie definiert ja Preisstabilität mit einem „Anstieg“ des Verbraucherpreisindex. Das ist nicht eine eher zufällige Formulierung, die davon ausgeht, dass die Preise fast nur eine Richtung kennen, nämlich steigen, sondern die Formulierung ist offenbar sehr bewusst gewählt: Die EZB erläutert sie damit, dass das Wort „Anstieg“ klarmache, dass Deflation, also ein Rückgang des HVPI, mit Preisstabilität unvereinbar sei<sup>73</sup>. Deflation müsse vermieden werden, da sie sich sonst aufgrund der Gefahr, die sie für die Stabilität des Finanzsystems darstelle, verfestigen könne<sup>74</sup>.

Im Selbstverständnis der EZB hat „Preisstabilität“ somit eine asymmetrische Struktur: Ein Anstieg des Verbraucherpreisniveaus um fast 2 % jährlich soll mit ihr vereinbar sein, ein Rückgang hingegen nie – auch dann nicht, wenn mehrere Jahre lang das Preisniveau gestiegen ist und daher bereits beispielsweise 12 % über dem Ausgangsniveau liegt.

Es liegt auf der Hand, dass dieses Verständnis des Begriffs „Preisstabilität“, das die EZB nicht juristisch begründet hat, in rechtlicher Hinsicht nicht unproblematisch ist. Die EZB stellt die Weichen in Richtung mittel- und langfristiger Inflation, wenn auch mit mäßigen Inflationsraten. Ob die Definition der EZB in der juristischen Fachliteratur überwiegend akzeptiert worden ist<sup>75</sup>, scheint mir fraglich. Überwiegend akzeptiert ist anscheinend eine

---

<sup>72</sup> EZB (Fn. 68), S. 43.

<sup>73</sup> EZB (Fn. 68), S. 43.

<sup>74</sup> EZB (Fn. 68), S. 45.

<sup>75</sup> Dies meint anscheinend *Waldhoff* (Fn. 63), Rn. 13.

„relative Preisstabilität“ mit einer Preissteigerung von bis zu 2 %<sup>76</sup>, während die asymmetrische Festlegung auf permanente Preissteigerungen kaum problematisiert wird<sup>77</sup>.

Und die Literatur, die dies akzeptiert, schließt sich einfach der praktizierten Geldpolitik an, ohne eine eingehende juristische Analyse vorzunehmen. Die einzige Arbeit, die ausführlich anhand systematischer juristischer Argumentation die Frage beantwortet, ob Preisstabilität „absolut“ oder „relativ“ zu verstehen ist, nämlich die Monographie von *Jan Endler*, kommt mit überzeugender Begründung zu dem Ergebnis, dass der Vertrag „absolute Preisstabilität“ verlangt<sup>78</sup>. Das schließt Schwankungen im Preisniveau nicht aus, aber mittel- bis langfristig muss Konstanz angestrebt werden.

Die Frage, ob das Ziel der Preisstabilität in diesem Sinne als „absolut“ verstanden werden muss, oder ob eine „relative“ Preisstabilität im Sinne der ursprünglichen Definition der EZB<sup>79</sup> ausreicht, soll hier nicht vertieft werden. Denn im Zusammenhang mit dem PSPP geht es nicht darum, eine Inflation von bis zu 2 % ohne geldpolitisches Gegensteuern zu tolerieren, sondern es geht darum, dass die EZB jetzt eine Inflation von knapp unter 2 % aktiv ansteuern – also nicht mehr lediglich hinnehmen – will. Dass dies mit dem AEUV unvereinbar ist, wird unten eingehend dargelegt (C.III.).

## b) Verbot der monetären Staatsfinanzierung

Der AEUV verbietet die Staatsfinanzierung durch die Zentralbanken (monetäre Staatsfinanzierung / monetäre Haushaltsfinanzierung). Wie das Bundesverfassungsgericht festgestellt hat, ist das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung gemäß Art. 123 Abs. 1 AEUV eine der zentralen Regeln, die eine Ausgestaltung der Währungsunion als Stabilitätsunion gewährleisten<sup>80</sup>. Das Verbot, Defizite des öffentlichen Sektors dadurch zu finanzieren, dass die Zentralbanken den Staaten oder ihren Untergliederungen Kredite geben oder ihre Anleihen kaufen, dient der Sicherung mitgliedstaatlicher Eigenverantwortung für die eige-

<sup>76</sup> Vgl. z.B. *Bernhard Kempen*, in: Streinz (Hg.), EUV/AEUV, 2. Aufl. 2012, Art. 127 AEUV Rn. 3; *Ulrich Häde*, in: Callies/Ruffert, EUV/AEUV, 4. Aufl. 2011, Art. 127 AEUV Rn. 3.

<sup>77</sup> Befürwortend allerdings *Thiele* (Fn. 64), S. 28 ff.

<sup>78</sup> *Endler* (Fn. 64), S. 391 ff.; ebenso *Charlotte Gaitanides*, Das Recht der Europäischen Zentralbank, 2005, S. 17 f.; *Herdegen*, in: Maunz/Dürig, GG (Stand: 2015), Art. 88 Rn. 31 m.w.N. – *Thiele* (Fn. 64), S. 27 ff., befasst sich zwar ebenfalls ausführlich mit dem Begriff der Preisstabilität, stützt seine Ansicht, dass die EZB das Inflationsziel selbst festsetzen dürfe, aber fast ausschließlich auf ökonomische Gründe. Juristisch beschränkt er sich auf die Feststellung, dass der Begriff der Preisstabilität ein unbestimmter Rechtsbegriff und daher konkretisierungsbedürftig sei (S. 27). Diese Ansicht greift aber zu kurz, weil sie das Legitimationsproblem übersieht, dass sich in einer Währungsunion ergibt, wenn einer unabhängigen und demokratisch nicht legitimierten Zentralbank eine weitgehende Konkretisierungskompetenz eingeräumt wird.

<sup>79</sup> Zu dem hiervon abweichenden neu formulierten Preisstabilitätsziel der EZB („Stabilität“ = Inflation von knapp 2 %) unten im Abschnitt C.III.

<sup>80</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 43 = *BVerfGE* 134, 366 (394) – OMT-Vorlagebeschluss; *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 217-219.

nen Finanzen und ist zugleich ein zentraler Baustein für die Gewährleistung der Preisstabilität. Wenn die Mitgliedstaaten nicht darauf angewiesen sind, ihre Ausgaben durch Steuern zu finanzieren oder sich zu Marktkonditionen Kredite an den Finanzmärkten zu beschaffen, sondern sich bei ihrer nationalen Zentralbank oder bei der EZB bedienen können, werden sie sich hemmungslos verschulden: Die Zentralbank „druckt“ einfach frisches Geld, das die Staaten dann ausgeben. Die so geschaffene größere Geldmenge heizt die Inflation an. Die Staaten haben zugleich ein Interesse an Inflation, weil sie auf diese Weise die Kredite leichter tilgen können. Je mehr Schulden sie machen, desto mehr Geld werden sie sich zur Schuldentilgung bei der Zentralbank besorgen. Die Gefahr des Entstehens einer Inflationsspirale liegt auf der Hand. Dem stellt sich das strikte Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung entgegen<sup>81</sup>. Außerdem sichert das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung die Unabhängigkeit der Zentralbank. Denn wäre es dieser erlaubt, die öffentliche Hand mit Geld zu versorgen, entstünde ständig starker politischer Druck, Kredite auch dann zu gewähren, wenn dies dem Ziel der Preisstabilität entgegenstünde<sup>82</sup>.

Was den Ankauf von Staatsanleihen betrifft, ist die Reichweite des Verbots monetärer Haushaltsfinanzierung in Art. 123 Abs. 1 AEUV leider nicht völlig exakt bestimmt. Expressis verbis verbietet die Vorschrift nur den „unmittelbaren“ Erwerb von Schuldtiteln der öffentlichen Hand durch das ESZB. Eindeutig und ausnahmslos verboten sind also Ankäufe am Primärmarkt, während der Wortlaut Ankäufe am Sekundärmarkt nicht ausschließt. Die Möglichkeit, Käufe am Sekundärmarkt vorzunehmen, ist der EZB eingeräumt worden, damit diese im Rahmen der herkömmlichen Offenmarktpolitik Käufe und Verkäufe zur Erfüllung geldpolitischer Aufgaben durchführen kann. Jedoch besteht in Rechtsprechung und Literatur Einigkeit darüber, dass die EZB mit Sekundärmarktkäufen nicht das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung umgehen darf<sup>83</sup>. Das ausdrückliche Verbot von Anleihenkäufen am Primärmarkt ist, wie das Bundesverfassungsgericht formuliert hat, „Ausdruck eines umfassenderen Verbotes der monetären Haushaltsfinanzierung“<sup>84</sup>. Staatsanlei-

81 Vgl. zu Sinn und Zweck dieses Verbots z.B. *Jörn Axel Kämmerer*, in: Siekmann (Hg.), EWU. Kommentar zur Europäischen Währungsunion, 2013, Art. 123 AEUV Rn. 2 ff.; *Bernhard Kempen*, in: Streinz (Hg.), EUV / AEUV, 2. Aufl. 2012, Art. 123 AEUV Rn. 1; *Ulrich Häde*, in: Callies / Ruffert, EUV / AEUV, 4. Aufl. 2011, Art. 123 AEUV Rn. 1 ff.; *Ernest Gnan*, in: von der Groeben / Schwarze, Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, 6. Aufl. 2003, Art. 101 EG Rn. 2 ff. Auch GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 218, hebt hervor, dass ohne das Verbot der monetären Staatsfinanzierung das Ziel der Preisstabilität gravierend beeinträchtigt würde.

82 Vgl. *Kämmerer* (Fn. 81), Rn. 6 m. Hinw. auf *Hattenberger*, in: Schwarze (Hg.), EU-Kommentar, 3. Aufl. 2012, Art. 123 AEUV Rn. 1; *Gnan*, in: von der Groeben / Schwarze, Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, 6. Aufl. 2003, Art. 101 EG Rn. 6 ff.; *Häde*, in: Callies / Ruffert, EUV / AEUV, 4. Aufl. 2011, Art. 123 AEUV Rn. 5; *Wittelsberger*, ECU 27 (1994), S. 26 (27); *Gaitanides* (Fn. 78), S. 98.

83 Vgl. z.B. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 85 f. = BVerfGE 134, 366 (411) – OMT-Vorlagebeschluss; zum Umgehungsverbot vgl. auch VO (EG) Nr. 3603/93 des Rates v. 13.12.1993, ABl. EG Nr. L 332 v. 31.12.1993, S. 1, 7. Erwägungsgrund. Auch die EZB selbst hat das Umgehungsverbot ausdrücklich anerkannt, vgl. EZB Monatsbericht Oktober 2012, S. 8.

84 *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 85 = BVerfGE 134, 366 (411) – OMT-Vorlagebeschluss, m. Hinw. auf *Borger*, German Law Journal 2013, S. 113 (119, 134); *de Gregorio Merino*, CMLR 2012, S. 1613 (1625, Fn. 36, 1627); *Lenaerts / van Nuffel*, European Union Law, 3. Aufl. 2011, Rn. 11-037.

henkäufe am Sekundärmarkt sind deshalb dann verboten, wenn sie mit Sinn und Zweck des Art. 123 Abs. 1 AEUV unvereinbar sind. Das Bundesverfassungsgericht hat festgestellt, dass Maßnahmen, die dem Erwerb von Schuldtiteln am Primärmarkt „funktional äquivalent“ sind, als Umgehung des Verbots des Erwerbs am Primärmarkt gewertet werden müssen und daher verboten sind<sup>85</sup>.

Generalanwalt *Cruz Villalón* hat im OMT-Verfahren das Verbot der monetären Staatsfinanzierung zu Recht in den Kontext der Vertragsbestimmungen gestellt, die der „Aufrechterhaltung einer gesunden Haushaltsdisziplin“ dienen. In einer Währungsunion, in der die Staaten ihre währungspolitischen Kompetenzen auf ein gemeinsames Organ übertragen, gleichzeitig jedoch ihre Kompetenzen auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik beibehalten sollten, sei es unerlässlich gewesen, die erforderlichen Mittel bereitzustellen, um eine strenge Finanzdisziplin der Eurostaaten zu gewährleisten. Ergebnis dieses Anliegens seien die Vorschriften über die Haushaltsdisziplin in Art. 126 AEUV und die Verbote der Art. 125 AEUV und Art. 123 AEUV, die die Finanzierung der Mitgliedstaaten zulasten anderer Staaten oder zulasten der EZB oder der nationalen Zentralbanken untersagen<sup>86</sup>.

Der Generalanwalt sieht in Art. 123 AEUV ein „kategorisches Verbot jeder Form der Finanzierung von Staaten [...], die die in den Verträgen niedergelegten Ziele der Haushaltsdisziplin gefährden würde“. Eine dieser verbotenen Formen sei die „monetäre Finanzierung“, die im Erwerb von Schuldtiteln eines Staates durch eine Zentralbank besteht.

Der letzte Halbsatz von Art. 123 Abs. 1 AEUV, so der Generalanwalt weiter, sei in Verbindung mit Art. 18.1. ESZB-Satzung auszulegen. Denn allein dadurch, dass das Verbot des Erwerbs von Schuldtiteln dem Wortlaut nach auf den Primärmarkt beschränkt ist und Sekundärmarktkäufe somit nicht ausgeschlossen sind, sei „eine traditionelle währungspolitische Maßnahme, der Erwerb von Staatsschuldtiteln auf dem Sekundärmarkt, rechtlich erlaubt worden“. Gäbe es den letzten Halbsatz nicht, hätte Art. 18.1. ESZB-Satzung so ausgelegt werden müssen, dass Staatsanleihenkäufe im Rahmen der Offenmarktpolitik nicht erlaubt sind, „was dem Eurosystem ein wesentliches Instrument für die ordnungsgemäße Durchführung der Währungspolitik nehmen würde“<sup>87</sup>. Dennoch sei es in Anbetracht der Bedeutung des Art. 123 Abs. 1 AEUV „offenkundig“, dass die EZB einen Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nicht schon dadurch vermeiden könne, dass sie Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt kaufe<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 86 = BVerfGE 134, 366 (411) – OMT-Vorlagebeschluss. Das Umgehungsverbot folgt auch aus Erwägungsgrund 7 der VO (EG) Nr. 3603/93. – Zum Umgehungsverbot vgl. auch *Konstantin Nitze*, Finanzhilfen der Euro-Staaten in der Krise. Eine EU-rechtliche Bewertung der als Reaktion auf die sog. Euro-Krise gewährten und vorgeschlagenen finanziellen Hilfen, 2015, S. 144 ff., der allerdings Offensichtlichkeit und Rechtsmissbräuchlichkeit als zusätzliche Kriterien postuliert. Diese Auffassung ist zu eng. Sie wird den Besonderheiten des Verbots der monetären Haushaltsfinanzierung nicht gerecht, wie sie hier und unten im Abschnitt C.VI. dargestellt werden.

<sup>86</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 217.

<sup>87</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 224.

<sup>88</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 225.



Wie aber ist die entscheidende Frage zu beantworten, wie sich unterscheiden lässt, ob Staatsanleihenkäufe gemäß Art. 18.1. ESZB-Satzung erlaubte Offenmarktgeschäfte oder verbotene monetäre Staatsfinanzierung sind? Der Generalanwalt will dies anhand des „materiellen Gehalts“ des Art. 123 AEUV entscheiden<sup>89</sup> und entnimmt diesem – ebenso wie das Bundesverfassungsgericht – ein Umgehungsverbot: Art. 123 Abs. 1 AEUV verbiete den Zentralbanken nicht nur Erwerbsgeschäfte auf dem Primärmarkt, sondern untersage ihnen auch Transaktionen auf dem Sekundärmarkt, deren Wirkung in einer Umgehung dieses Verbots bestünde. „Um es noch anders auszudrücken, der Vertrag verbietet Geschäfte auf dem Sekundärmarkt nicht, aber wenn die EZB auf diesem Markt tätig wird, so verlangt er, dass sie dies mit hinreichenden Garantien tut, die sicherstellen, dass ihr Tätigwerden mit dem Verbot der monetären Finanzierung vereinbar ist.“<sup>90</sup>

Dies hat auch der EuGH in der Rechtssache Gauweiler u.a. im wesentlichen bestätigt<sup>91</sup>, und dies dürfte Konsens unter allen Beteiligten sein. Damit ist freilich noch nicht geklärt, anhand welcher Kriterien konkret entschieden werden kann, ob ein Staatsanleihenkaufprogramm mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung vereinbar ist oder nicht. Hierauf werde ich unten im Zusammenhang mit der Prüfung der Frage, ob das PSPP gegen dieses Verbot verstößt, näher eingehen (C.VI.).

### 3. Unabhängigkeit und Kontrolle

Die EZB genießt rechtlich garantierte Unabhängigkeit (Art. 130 AEUV). Daraus folgt jedoch nicht, dass sie keinerlei Kontrolle unterliegt. Unabhängig ist die EZB *innerhalb* der ihr durch den AEUV und durch die ESZB-Satzung eingeräumten Kompetenzen. Ob sie innerhalb ihrer Kompetenzen handelt oder diese überschreitet, unterliegt jedoch gerichtlicher Kontrolle durch den Gerichtshof der Europäischen Union (vgl. Art. 263 Abs. 1, Art. 265 Abs. 1 AEUV). Gerade wegen ihrer Unabhängigkeit ist die Einhaltung der Kompetenzgrenzen besonders wichtig und kontrollbedürftig. Denn die fehlende demokratische Legitimation und insbesondere die fehlende parlamentarische Verantwortlichkeit lassen sich nur innerhalb des – eng zu interpretierenden – Mandats rechtfertigen<sup>92</sup>. Deshalb kann der EZB auch kein Beurteilungsspielraum im Hinblick darauf eingeräumt werden, ob ihre Maßnahmen noch von ihrem währungspolitischen, insbesondere von ihrem geldpolitischen Mandat gedeckt sind<sup>93</sup>. Zwar hat die EZB einen Beurteilungsspielraum in bezug darauf, welche Maßnahmen *innerhalb* ihres Mandats geldpolitisch sinnvoll und erforderlich sind. Könnte sie hingegen selbst definieren, was Geldpolitik ist und was nicht und was somit

---

<sup>89</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 225.

<sup>90</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 227.

<sup>91</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 100-102.

<sup>92</sup> Vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 58-59 = BVerfGE 134, 366 (399 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>93</sup> Vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 60 = BVerfGE 134, 366 (400) – OMT-Vorlagebeschluss.

von ihrem Mandat gedeckt ist und was nicht, dann hätte sie eine Kompetenz-Kompetenz. Das wäre mit dem Demokratieprinzip, das übrigens nicht nur für die Mitgliedstaaten (Art. 2 EUV), sondern auch für die Europäische Union gilt (Art. 10 EUV), absolut unvereinbar.

Demgemäß ist es durch das primäre EU-Recht den Eurostaaten auch nicht verboten, die EZB zu kritisieren, wenn sie ihr Mandat überschreitet. Unvereinbar mit Art. 130 AEUV ist lediglich die politische Einflussnahme auf das Handeln der EZB *innerhalb* ihres Mandats. Regierungen und Parlamente der Mitgliedstaaten dürfen, ebenso wie auch Rat oder Kommission, die EZB auffordern, Überschreitungen ihres Mandats zu unterlassen. Dies ergibt sich indirekt auch daraus, dass sie berechtigt sind, die EZB wegen Überschreitung ihres Mandats beim EuGH zu verklagen (Art. 263 Abs. 2 AEUV).

### **III. Überschreitung des geldpolitischen Mandats durch das EAPP im ganzen – keine Orientierung am Ziel der Preisstabilität**

Ob das EAPP vom geldpolitischen Mandat der EZB gedeckt ist, muss differenziert für die Teilprogramme beurteilt werden, die das EAPP in einen gemeinsamen Rahmen stellt. Daher wird in den nächsten Abschnitten gezeigt, dass sowohl das ABS-Ankaufprogramm (ABSPP) als auch das QE-Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP) wirtschaftspolitischen und nicht geldpolitischen Charakter haben (IV. und V.). Aber unabhängig von den spezifischen Ausprägungen der Teilprogramme überschreitet das EAPP als Gesamtprogramm das geldpolitische Mandat, weil es sich nicht am Ziel der Preisstabilität orientiert, sondern ein Inflationsziel ansteuert. Dies wird im folgenden dargelegt.

Die Ausführungen in diesem Abschnitt gelten ebenso für die Teilprogramme des EAPP, mit denen die EZB ihrer eigenen Darstellung nach dasselbe Ziel verfolgt wie mit dem Gesamtprogramm.

Mit dem EAPP, insbesondere mit dem QE-Staatsanleihenkaufprogramm, (verbunden mit anderen Maßnahmen) strebt die EZB an, die Inflationsrate zu erhöhen und sie in die Nähe von 2 % zu bringen. Ist dieses Ziel überhaupt mit dem „vorrangigen Ziel“ des Europäischen Systems der Zentralbanken, die Preisstabilität zu gewährleisten (Art. 119 Abs. 2, Art. 127 Abs. 1, Art. 282 Abs. 2 Satz 2 AEUV; Art. 2 ESZB-Satzung), vereinbar?

Wie oben dargelegt (C.II.2.a), ist das Preisstabilitätsziel primärrechtlich nicht näher konkretisiert. Nach Wortlaut, Sinn und Zweck ist das Preisniveau dann „stabil“, wenn es unverändert bleibt, also weder steigt noch sinkt, wenn also weder Inflation noch Deflation gegeben ist. Da die EZB das Preisniveau mit ihrer indirekt influenzierenden Geldpolitik nicht exakt steuern kann, muss sie Spielräume nach oben und nach unten haben. Und ein Spielraum für eine Inflationsrate von bis zu 2% scheint allgemein akzeptiert zu sein.

Es ist aber etwas anderes, ob die EZB eine Inflation von bis zu 2 % hinnimmt, ohne geldpolitische Gegenmaßnahmen zu ergreifen, oder ob sie aktiv darauf hinarbeitet, eine Inflati-

on von knapp 2 % zu erzielen. Genau dies tut sie mit dem EAPP und speziell mit dem PSPP. Die Inflationsrate liegt bei unter 1 %, und die EZB will sie mit Hilfe dieses Programms steigern, um näher an 2 % heranzukommen.

Bereits im Jahr 2003 hat der EZB-Rat nach Überprüfung seiner geldpolitischen Strategie das Ziel seiner Geldpolitik neu formuliert. Er stellte klar, dass er im Rahmen der früher gegebenen Definition – Preisstabilität sei ein Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr – darauf abziele, eine Preissteigerungsrate von „unter, aber nahe 2 %“ beizubehalten<sup>94</sup>. Liegt die Preissteigerungsrate erheblich unter 2 %, dann ist es aufgrund dieser neuen Strategie das Ziel der EZB, auf eine Anhebung des Preisniveaus hinzuwirken, um die Inflationsrate in die Nähe von 2 % zu bringen. Eine Inflationsrate von knapp unter 2 % wird also nicht mehr als das äußerste formuliert, was als noch mit dem Stabilitätsauftrag vereinbar akzeptiert wird, sondern als Ziel, das aktiv – mit massiven geldpolitischen Interventionen – angesteuert wird. Eine Inflationsrate, die erheblich geringer als 2 % ist, wird von der EZB jetzt als schädlich und als unvereinbar mit ihrem Preisstabilitätsziel angesehen<sup>95</sup>.

Was die EZB mit dem EAPP anstrebt, stimmt insofern mit der 2003 beschlossenen geldpolitischen Strategie überein. Aber ist denn diese Strategie überhaupt mit dem AEUV und der ESZB-Satzung vereinbar?

Wenn die EZB eine Bandbreite formuliert, innerhalb derer die Preise schwanken können, ohne dass die EZB geldpolitisch interveniert, dann kann dies als Konkretisierung des im AEUV festgelegten geldpolitischen Hauptziels angesehen werden zu der die EZB im Rahmen ihres geldpolitischen Ermessens befugt ist, sofern diese Bandbreite vertretbar begründet ist und sich nicht evident vom Stabilitätsziel entfernt. Die Bandbreite zwischen 0 und 2 % Inflation festzulegen, wäre vielleicht eine in diesem Sinne vertretbare Konkretisierung. Im Hinblick auf die oben (C.II.2.a) angesprochene Asymmetrie wäre das problematisch, doch ließen sich für diese möglicherweise wirtschaftswissenschaftliche Argumente formulieren.

Wenn die EZB jedoch das *Ziel*, das sie mit ihrer Geldpolitik anstrebt, auf 2 % Inflation festlegt, dann konkretisiert sie damit nicht mehr das vertraglich festgelegte Stabilitätsziel, sondern sie legt aufgrund eigener politischer Entscheidung ein neues Ziel fest. Nicht mehr ein unverändertes, sondern ein dynamisches Preisniveau wird dann angestrebt. Einer der Zwecke, denen das Ziel der Preisstabilität dient, ist der Schutz des Geldeigentums, des Vermögens der Sparer und insbesondere ihrer Alterssicherung. Dieses wird durch Inflation entwertet. Daher soll Inflation vermieden werden. Wenn die EZB hingegen Preisstabilität

---

<sup>94</sup> EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2011, S. 69 – **Anlage 11**.

<sup>95</sup> Vgl. z.B. EZB (Fn. 94), S. 71; *Mario Draghi*, President of the ECB, Introductory statement to the press conference, Naples, 2 Oct. 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html> (abgerufen 15.10.2015) – **Anlage 12**; *ders.*, Pressekonferenz Frankfurt am Main, 6.11.2014, Einleitende Bemerkungen, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2014/2014\\_11\\_06\\_pressekonferenz.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2014/2014_11_06_pressekonferenz.pdf?__blob=publicationFile) (abgerufen 15.10.2015) – **Anlage 13**.

in 2 % Inflation umdefiniert, dann bedeutet dies, dass sie eine Politik der permanenten Ent-eignung der Sparvermögen betreibt. Dazu ist sie nicht legitimiert.

Sie hat, wie gesagt, mangels einer exakten Definition von „Preisstabilität“ in den primär-rechtlichen Grundlagen einen Konkretisierungsspielraum. „Stabilität“ heißt Gleichbleiben des Preisniveaus<sup>96</sup>, und *dies* kann im Sinne einer Bandbreite – möglicherweise auch asymmetrisch zugunsten einer strikteren Bekämpfung von Deflation – konkretisiert wer-den<sup>97</sup>. Wenn die EZB aber Stabilität durch Dynamik ersetzt, geht sie über diesen Spiel-raum hinaus. Der Vertrag fordert „stabile Preise“ (Art. 119 Abs. 3). Er fordert nicht ein gleichmäßiges – und in diesem Sinne „stabiles“ – Ansteigen der Preise<sup>98</sup>. Indem die EZB ein gleichmäßiges Ansteigen des Preisniveaus als ihr strategisches Ziel bestimmt, ersetzt sie das vertragliche Stabilitätsziel durch ein eigenes, neues Ziel. Das ist materiellrechtlich eine Vertragsänderung, zu der die EZB nicht die Kompetenz hat.

Könnte die EZB selbst nach eigenem politischen Ermessen „Preisstabilität“ so umdefinie-ren, dass das Ziel ein bestimmter Prozentsatz an Inflation (statt eines unveränderten Preis-niveaus) ist, dann hieße das, dass sie eine geldpolitische Kompetenz-Kompetenz hat: Sie könnte die vertragliche Zielvorgabe, die ihre geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten pro-grammiert und begrenzt, selbst verändern. Das wäre mit dem Prinzip der begrenzten Ein-zelermächtigung unvereinbar und verstieße eklatant gegen das Demokratieprinzip.

Wenn der EZB-Rat also der Auffassung ist, dass wichtige ökonomische Gründe dafür spre-chen, das Ziel der Geldpolitik nicht auf ein stabiles Preisniveau – also auf die Abwesenheit sowohl von Inflation als auch von Deflation – festzulegen, sondern auf eine stetige Inflat-ion von annähernd 2 %<sup>99</sup>, dann muss er die Mitgliedstaaten der Europäischen Union und ihre Parlamente von der Zweckmäßigkeit und Notwendigkeit dieser Zieländerung über-zeugen<sup>100</sup>. Diese Mühe hat er sich nicht gemacht, sondern eigenmächtig das Ziel umfor-muliert, das den materiellen Gehalt seiner Politik und die Grenzen seiner Kompetenz be-stimmt.

---

<sup>96</sup> Vgl. *Endler* (Fn. 64), S. 391 ff.; *Gaitanides* (Fn. 78), S. 17 f.; *Herdegen*, in: Maunz/Dürig, GG (Stand: 2015), Art. 88 Rn. 31 m.w.N.

<sup>97</sup> Die EZB beruft sich darauf, dass sie zur Vermeidung von Deflationsrisiken für eine ausreichende Si-cherheitsmarge sorgen wolle. Zwar verursachten Deflation und Inflation ähnliche wirtschaftliche Kos-ten, aber wegen der Grenzen, die der Geldpolitik bei einem Nominalzinsniveau von nahe null gesetzt seien, könne Deflation sich verfestigen und müsse daher vermieden werden, vgl. *EZB* (Fn. 94), S. 71.

<sup>98</sup> Vgl. *Endler* (Fn. 64), S. 395 f.

<sup>99</sup> Zu den für die Neuformulierung des Inflationsziels vorgebrachten Gründen s. *EZB*, Die Geldpolitik der EZB, 2004, S. 53, und in der Neuauflage 2011, S. 71 f.

<sup>100</sup> Das ist auch *Thiele* (Fn. 64), S. 27 ff., entgegenzuhalten, der einige ökonomische Argumente für eine Anhebung des Inflationsziels vorträgt (und sogar eine Anhebung des Ziels auf 3 % für rechtmäßig hiel-te, S. 31), ohne die Problematik zu diskutieren, ob die – von ihm der Sache nach angenommene – impli-zite Ermächtigung der EZB, das Ziel ihrer Geldpolitik weitgehend frei zu bestimmen, mit dem Prinzip der demokratischen Legitimation vereinbar ist. Er geht unzutreffend davon aus, dass die rechtliche Si-tuation der EZB keine andere ist als die anderer Zentralbanken, auf die er sich bezieht (vgl. 21), und verkennt, dass Zentralbanken außerhalb der Eurozone gerade im Hinblick auf das Inflationsziel von der Politik nicht unabhängig sind und deshalb dort nicht eine so präzise normative Zielbestimmung nötig ist wie in der Europäischen Währungsunion (s. dazu o. C.V.3.a aa).

Dass die Festlegung des Inflationsziels eine Maßnahme der Wirtschaftspolitik ist, die nicht aufgrund von geldpolitischem Sachverstand sozusagen „innerhalb“ der Geldpolitik expertokratisch getroffen werden kann, sondern „extern“ von den zuständigen Politikern getroffen und parlamentarisch verantwortet werden muss, zeigt auch ein Blick auf die Rechtslage im Vereinigten Königreich: Dort hat das Schatzamt, das Treasury (Finanzministerium), die Kompetenz, mit für die Zentralbank verbindlicher Wirkung zu bestimmen, was diese in der jeweiligen wirtschaftlichen Situation unter Preisstabilität zu verstehen hat (Bank of England Act 1998 Section 12)<sup>101</sup>. Ob eine Inflation von 2 %, von 4 % oder nur von 1 % oder 0 % akzeptabel ist, entscheidet nicht die britische Zentralbank, sondern der Finanzminister. Aufgabe der Bank of England, der Zentralbank, ist es, mit ihrer Geldpolitik das politisch vorgegebene und parlamentarisch verantwortete Ziel zu erreichen.

Der AEUV legt zwar ein Inflationsziel nicht numerisch fest. Indem er aber die EZB auf „Preisstabilität“ verpflichtet und nicht auf eine mäßige, aber stetige und in diesem Sinne stabile Inflation, kann die EZB nicht eigenmächtig ein im Vertrag nicht vorgesehene Inflationsziel bestimmen, ohne in die politische Gestaltungskompetenz der Mitgliedstaaten einzugreifen.

Es geht hier auch nicht um eine nur geringfügige Abweichung von dem vertraglich vorgegebenen Preisstabilitätsziel. 2 % Inflation erscheint nur auf den ersten Blick als wenig. Auf längere Sicht führt diese Inflationsrate jedoch zu starker Geldentwertung. In zehn Jahren hat das Geld seine Kaufkraft bereits um 21,9 % eingebüßt und nach 20,5 Jahren hat das Geld seinen Wert bereits zur Hälfte eingebüßt. Die EZB ist nach dem Vertrag verpflichtet, den Geldwert stabil zu halten. Sie hat kein Mandat, darauf hinzuwirken, dass das Geld nach 20 Jahren nur noch die Hälfte wert ist.

Mit ihrem Bestreben, die Inflation von gegenwärtig knapp unter 0 % auf nahezu 2 % anzuheben, verstößt die EZB daher gegen das primärrechtliche Preisstabilitätsziel. Sie könnte, wie gesagt, eine Inflation von bis zu 2 % tolerieren, darf aber keinesfalls eine Anhebung der Inflation auf nahezu 2 % mit geldpolitischen Maßnahmen anstreben.

---

<sup>101</sup> Subsection (1) dieser Vorschrift lautet: „The Treasury may by notice in writing to the Bank [of England, D.M.] specify for the purposes of section 11 [= Geldpolitik, D.M.] – (a) what price stability is to be taken to consist of [...]”.

## IV. Überschreitung des geldpolitischen Mandats durch das ABSPP

### 1. Die rechtliche und ökonomische Bedeutung von Asset-Backed Securities

#### a) Die Konstruktion von Asset-Backed Securities

Um beurteilen zu können, ob das ABS-Ankaufprogramm (ABSPP) durch die Kompetenzen der EZB gedeckt ist, soll im folgenden zunächst geklärt werden, was Asset-Backed Securities (ABS) rechtlich eigentlich sind und worin ihre ökonomische Funktion besteht.

Wenn die EZB Asset-Backed Securities kauft, kauft sie Forderungen gegen Privatunternehmen oder Privatpersonen, die in einem Wertpapier gebündelt sind<sup>102</sup>. ABS sind Wertpapiere, bei denen das Geld für Zins und Tilgung aus Krediten kommt, die in diesen Wertpapieren zusammengefasst sind. Sie entstehen dadurch, dass ein Unternehmen – regelmäßig eine Bank, möglicherweise aber auch ein anderes Wirtschaftsunternehmen – bestimmte Aktiva (Forderungen / Assets) an eine eigens für diesen Zweck gegründete Zweckgesellschaft (special purpose vehicle – SVP) verkauft, die ihrerseits Wertpapiere – die ABS – emittiert und mit dem Emissionserlös den Kauf finanziert. Das Unternehmen, das die Zweckgesellschaft gründet und an sie die Assets überträgt, wird auch „Originator“ genannt. Der Originator muss aber nicht mit dem Unternehmen identisch sein, das seine Forderungen auf die Zweckgesellschaft überträgt. Es kann sich auch um eine Bank oder ein anderes Finanzinstitut handeln, das mit der Zweckgesellschaft lediglich Provisionen verdienen will. In diesem Fall kauft die Zweckgesellschaft anderen Banken / und oder Unternehmen der Realwirtschaft Forderungen ab.

Der Verkauf der Forderungen an die Zweckgesellschaft führt dazu, dass ab ihrer Übertragung die Forderungen nicht mehr vom Originator, sondern von der Zweckgesellschaft bilanziert werden.

Die Assets dienen als Sicherheit für das emittierte Wertpapier. Bei den Assets handelt es sich typischerweise um Kredite, die vom Originator (oder von Dritten) an Unternehmen oder Verbraucher vergeben wurden. Es gibt aber keine Einschränkung hinsichtlich der Art

---

<sup>102</sup> Zu der folgenden Beschreibung der ABS vgl. z.B. *Karl-Heinz Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, 3. Aufl. 2012, S. 344 ff.; *Dennis Vink / André E. Thibeault*, ABS, MBS and CDO compared: An empirical Analysis, MPRA Paper No. 10381, posted 10. September 2008, [http://mpa.ub.uni-muenchen.de/10381/2/MPRA\\_paper\\_10381.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/10381/2/MPRA_paper_10381.pdf) (abgerufen 25.11.2014); *Martin Hock*, Was kauft die EZB da? FAZ.net 4.9.2014, <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/asset-backed-securities-covered-bonds-kurz-erklart-13135936.html> (abgerufen 22.11.2014); *Cordula Heldt*, Asset-Backed Securities, in: Gabler Wirtschaftslexikon, <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/asset-backed-securities-abs.html> (abgerufen 22.11.2014); Deutsche Bundesbank, Forderungsbesichertes Wertpapier, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/F/forderungsbesichertes\\_wertpapier.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/F/forderungsbesichertes_wertpapier.html) (abgerufen 22.11.2014); TEC7, Asset-Backed Securities (ABS), <http://www.tec7-factoring.de/produkte/abs.html> (abgerufen 22.11.2014); *Erich Helfrich*, Merkblatt Asset-Backed Securities (ABS), [https://www.ihk-nuernberg.de/de/media/PDF/Publikationen/Standortpolitik-und-Unternehmensfoerderung/3\\_Merkblatt-ABS.pdf](https://www.ihk-nuernberg.de/de/media/PDF/Publikationen/Standortpolitik-und-Unternehmensfoerderung/3_Merkblatt-ABS.pdf) (abgerufen 22.11.2014); Welt der BWL, Asset-Backed Securities, <http://www.welt-der-bwl.de/Asset-Backed-Securities> (abgerufen 22.11.2014). – ABS können grundsätzlich auch Forderungen gegen Staaten enthalten, aber das ist nicht die Regel, und solche will die EZB nicht kaufen.

der Assets. Neben (besicherten oder unbesicherten) Darlehensforderungen kommen als Sicherheit von ABS auch alle anderen Aktiva in Betracht, die einen Cashflow (einschließlich künftiger Cashflows) generieren können, beispielsweise auch Kaufpreisforderungen. Für den Investor, der ABS kauft, spielt die Bonität des Originators keine Rolle – seine Sicherheit hängt allein von den Assets ab. Zinsen und Tilgung werden aus diesen bedient. Wenn die Rückflüsse aus den Assets nicht ausreichen, tragen die ABS-Investoren das Ausfallrisiko. Die Bank, die ihre Kredite an die Zweckgesellschaft verkauft hat, trägt kein Risiko mehr.

Dass es auf die Bonität des Originators nicht ankommt, gilt allerdings nur für sogenannte True-Sale-ABS-Transaktionen. ABS können auch durch „synthetische ABS-Transaktionen“ kreiert werden. Bei diesen werden die Forderungen vom Originator nicht auf die Zweckgesellschaft übertragen, sondern verbleiben beim Originator. Das Risiko wird durch Credit Default Swaps (CDS), Bürgschaften oder andere Garantien auf die Zweckgesellschaft übertragen. Die Forderungen werden weiterhin beim Originator bilanziert. – Da es das erklärte Ziel der EZB ist, durch den ABS-Ankauf die Bilanzen der Banken zu entlasten, wird im folgenden davon ausgegangen, dass die EZB keine synthetischen ABS kauft, sondern nur solche, die aus True-Sale-Transaktionen hervorgegangen sind.

ABS im engeren Sinne sind zu unterscheiden von Papieren, denen Hypothekenkredite zugrunde liegen und die demgemäß indirekt durch Hypotheken gesichert sind. Diese werden allgemein als Mortgage-Backed Securities (hypothekenbesicherte Wertpapiere – MBS) bezeichnet, werden aber den ABS im weiteren Sinne zugerechnet<sup>103</sup>. Davon zu unterscheiden sind Hypothekendarlehen, die keine Asset-Backed Securities sind, sondern Covered Bonds (gedeckte Schuldverschreibungen). Unter diesen drei ähnlichen Wertpapierarten sind die ABS strukturell am wenigsten gesichert.

Als eine Unterkategorie von Asset-Backed Securities gelten Collateralized Debt Obligations (CDO). Die Terminologie ist hier uneinheitlich. Mitunter wird der Begriff der ABS im engeren Sinne auf die Bündelung von Assets beschränkt, die aus Verbraucherkrediten, Forderungen aus Leasingverträgen und Kreditkartendarlehen bestehen, während man Forderungen gegen Unternehmen als Collateralized Debt Obligations (CDO) bezeichnet, die wiederum in Collateralized Loan Obligations (CLO – Bündelung von Unternehmenskrediten) und Collateralized Bond Obligations (CDO – Bündelung von Unternehmensanleihen) unterteilt werden. Alle gemeinsam gehören zu den ABS im weiteren Sinne<sup>104</sup>. – Überwiegend wird der Begriff der Collateralized Debt Obligations (CDO) heute wohl so verstanden, dass es sich um strukturierte ABS handelt, bei denen die Assets aus anderen ABS, MBS oder CDO bestehen<sup>105</sup>.

---

<sup>103</sup> MBS werden noch in die Unterkategorien Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), die der Finanzierung privaten Wohneigentums dienen, und Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS), die der Finanzierung gewerblich genutzter Immobilien dienen, unterteilt.

<sup>104</sup> Vgl. etwa *Vink/Thibeault* (Fn. 102), S. 2, 5.

<sup>105</sup> Vgl. z.B. *Financial Crisis Inquiry Commission*, USA (Hg.), Der FCIC-Report, 2011, S. 67 ff.; *Deutsche Bundesbank*, Collateralised Debt Obligation (CDO),

Die FAZ hat die wirtschaftliche Funktion der ABS (im engeren Sinne) wie folgt beschrieben<sup>106</sup>:

„Durch die Besicherung von handelbaren Wertpapieren mit Bankkrediten werden diese Kredite handelbar, sie können verkauft werden. Dieser Vorgang wird als Kreditverbriefung bezeichnet. Um das Risiko der Wertpapiere zu verringern, wird ein Wertpapier mit einer Reihe von Krediten besichert. Dadurch fällt es für die Käufer des Wertpapiers nicht so stark ins Gewicht, wenn ein Kredit nicht zurückgezahlt wird. Indes sind ABS eine sehr heterogene Gruppe von Wertpapieren. Das bedeutet, dass die Risiken jedes einzelnen Wertpapiers sehr unterschiedlich sein können. [...]

Für die Banken bietet die Verbriefung der Kredite den Vorteil, dass sie dabei in der Regel ihre Kredite an eine Zweckgesellschaft verkauft. Dann muss die Bank mit diesen Risiken nicht mehr rechnen und kann neue Kredite vergeben.“

## **b) Risikobestimmende Faktoren von Asset-Backed Securities**

Wie groß das Ausfallrisiko von Asset-Backed Securities ist, hängt von vielen Umständen ab, die bezüglich einzelner ABS sehr unterschiedlich sein können. Daher sind allgemeine Aussagen über die Sicherheit von ABS nicht möglich. Es gibt relativ sichere und es gibt hochriskante. Für Investoren besteht das Problem darin, dass sich nicht ohne weiteres erkennen lässt, wie riskant ein bestimmtes Papier ist. Das große Problem dieses Marktes ist seine Intransparenz. Die Finanzkrise ab 2007 hatte eine ihrer wesentlichen Ursachen darin, dass Investoren riesige Beträge in ABS investiert hatten, deren Risiken sie nicht durchschauen konnten<sup>107</sup>.

Risikobestimmende Faktoren können zum Beispiel sein:

- ihre Struktur: ABS können relativ einfach strukturiert sein, etwa wenn es sich um eine überschaubare Zahl von Forderungen eines bestimmten Originators handelt. Sie können sehr kompliziert strukturiert sein, wenn z.B. verschiedene ABS bzw. MBS oder CDO desselben oder mehrerer Emittenten zu einem neuen Wertpapier gebündelt werden. Häufig wurden nur die weniger sicheren Tranchen solcher Papiere zu einem neuen ABS-Paket geschnürt<sup>108</sup>. Es hat mehrfache Verbriefungen von häufig sechs, bisweilen bis zu 24 Stufen gegeben<sup>109</sup>. Je verschachtelter und unübersichtlicher die Struktur, desto höher das Risiko. Von „strukturierten ABS“ spricht man bei mehrstufigen Verbriefungen.

---

<http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32024&lv3=62408> (abgerufen 25.11.2014).

<sup>106</sup> Hock (Fn. 102).

<sup>107</sup> Vgl. dazu z.B. *Hans-Werner Sinn*, *Kasinokapitalismus*, 2. Aufl. 2009, S. 313 f.

<sup>108</sup> Vgl. FCIC-Report (Fn. 105), S. 67 ff.; *Moritz* (Fn. 102), S. 349 f.

<sup>109</sup> *Sinn* (Fn. 107), S. 314.



- die Qualität der Assets (die Bonität der Schuldner der den ABS zugrunde liegenden Forderungen; Sicherheiten, mit denen diese Forderungen abgesichert sind)
- die Zahl der Assets (Risikoverteilung)
- das Rating: ABS werden durch Ratingagenturen bewertet.
- die Tranche: ABS werden üblicherweise in mehreren Tranchen emittiert, die unterschiedlichen Sicherheitsklassen entsprechen. In den Emissionsbedingungen ist festgelegt, dass erstklassige Papiere zuerst bedient werden, dann die zweitklassigen usw.. Reichen die Zins- und Tilgungsleistungen der Kreditnehmer nicht aus, müssen somit zuerst die untersten Klassen Verluste tragen. Dafür erhalten die Inhaber der Papiere im günstigen Fall höhere Zinsen. Die Einteilung in Sicherheitsklassen bedeutet nicht, dass die Klassen nach der Bonität der Assets gebildet werden, also Forderungen mit erstklassiger Bonität in die erste Klasse kommen usw.. Vielmehr werden die verschiedenen Klassen aus denselben Forderungstiteln gebildet, also aus Anteilen an dem Gesamtbündel, das alle Assets zusammenfasst und somit ein einheitliches Risiko aufweist. Die unterschiedliche Sicherheit der verschiedenen Klassen ergibt sich allein daraus, dass mit Zahlungseingängen die obersten Klassen zuerst bedient werden und daher Verluste zuerst in den niedrigsten und zuletzt in den höchsten Tranchen entstehen können. Üblich ist die Einteilung in drei Tranchen: Senior Tranche, Mezzanine Tranche und Equity Tranche. Häufig wird zwischen die Mezzanine und die Equity Tranche noch eine vierte, die Junior Tranche, geschoben.
- Garantien: ABS sind manchmal mit Bürgschaften oder anderen Garantien kombiniert, mitunter durch Bankgarantien, die von einem Treuhänder zugunsten der Investoren gehalten werden. In manchen Fällen fördert der Staat, in dem der Originator seinen Sitz hat, ABS-Transaktionen durch Staatsgarantien.

Es liegt auf der Hand, dass das Risiko eines Investments in Asset-Backed Securities sehr viel schwerer einzuschätzen ist als etwa das Risiko eines Investments in Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen. Es ist sehr großer Sachverstand erforderlich, um das Risiko bestimmter ABS überhaupt annähernd einschätzen zu können.

### **c) Zusammenfassung zur ökonomischen Funktion von Asset-Backed Securities**

Zusammenfassend können die ökonomischen Funktionen einfach strukturierter Asset-Backed Securities wie folgt charakterisiert werden:

- Für das Unternehmen, das seine Forderungen gegen andere Unternehmen an eine Zweckgesellschaft verkauft, hat eine ABS-Transaktion den Vorteil, dass
  - o schlechte Risiken ausgelagert (faule Kredite verkauft) werden können,

- die Bilanz verkürzt und damit zugleich die Eigenkapitalbasis gestärkt und die eigene Bonität erhöht wird,
- dadurch (bei Banken) Spielraum zur Vergabe neuer Kredite entsteht.
- Für die Investoren (die Käufer der ABS-Wertpapiere) haben ABS den Vorteil, dass im Vergleich zu einer Direktinvestition oder zum Kauf einer Unternehmensanleihe das Risiko gestreut und damit verringert ist. ABS sind aus Sicht des Investors Anleihen, bei denen das Tilgungs- und Zinsrisiko auf viele Schuldner verteilt ist.
- Damit ist für den Investor der Nachteil verbunden, dass ABS weniger transparent sind und das Risiko schwerer abzuschätzen ist.
- Die Sicherheit des Investors hängt auch von der Tranche ab. Ein größeres Risiko (niedrigere Tranche) wird mit einem höheren Zins belohnt.

Kompliziert strukturierte ABS (Verbriefungskaskaden, bei denen verschiedene ABS zu neuen ABS und diese mit anderen wieder zu neuen ABS zusammengefasst werden) machen die Risiken völlig unüberschaubar. Sie haben wesentlich zur Finanzkrise ab 2007 beigetragen, weil die Originatoren die ABS-Papiere benutzten, besonders schlechte oder systemisch hoch korrelierte Kreditforderungen abzustoßen<sup>110</sup>.

## 2. Welche ABS kauft die EZB?

Welche ABS die EZB gemäß ihrem Beschluss über die technischen Einzelheiten des ABS-Ankaufprogramms kaufen will, wurde oben im Abschnitt A.I. dargestellt.

Der Technische Anhang 1 zu der Pressemitteilung vom 2. Oktober 2014 über operative Modalitäten zum Ankauf von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen<sup>111</sup> befasst sich überwiegend mit Kriterien für die Sicherheit der anzukaufenden ABS. Im übrigen werden die zum Ankauf in Betracht kommenden ABS dahingehend eingegrenzt, dass sie auf Euro lauten und von einem Emittenten mit Sitz in der Eurozone begeben worden sein müssen und dass sie „durch bestehende oder neu begründete Forderungen an Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors besichert sein“ müssen (wobei die Forderungen zu mindestens 95 % auf Euro lauten und die Schuldner zu mindestens 95 % ihren Sitz im Euroraum haben müssen).

Aus dem Kriterium, dass die ABS „durch bestehende oder neu begründete Forderungen an Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors besichert sein“ müssen, scheint sich zu erge-

<sup>110</sup> *Sinn* (Fn. 107), S. 135 ff., 314. – Aufgrund fehlerhafter Rechenmodelle, die die Korrelation der Risiken nicht oder nur unzureichend abbildeten, kam es zu einer dramatischen Überschätzung der Sicherheit der Senior-Tranchen und damit zu einer Übervorteilung der Gläubiger, zu denen häufig auch deutsche Landesbanken gehörten. Auch die Rating-Agenturen haben bei der Aufgabe, die wahren Risiken kenntlich zu machen, kläglich versagt, vgl. *Sinn* (Fn. 107), S. 137 ff., 144 ff.

<sup>111</sup> S.o. Fn. 2.

ben, dass die EZB nur relativ einfach strukturierte ABS kaufen will. Wenn wirklich nur solche ABS gekauft werden sollen, die unmittelbar Kredite bündeln, welche Banken an Unternehmen gegeben haben, ist der Ankauf von komplizierter strukturierter ABS, insbesondere von Collateralized Debt Obligations (CDO), die mehrere ABS oder MBS bündeln, ausgeschlossen. Eindeutig ist die Formulierung aber keineswegs. Denn auch CDO bündeln Forderungen gegen Unternehmen, wenn auch verschachtelt.

EZB-Präsident Draghi hat die Beschlüsse der EZB vom 4. September und vom 2. Oktober 2014 dahingehend erläutert, dass die EZB ein „breites Portfolio von einfachen und transparenten ABS“ kaufen wolle, denen Assets zugrunde liegen, die aus Forderungen gegen den nicht-finanziellen privaten Sektor der Eurozone bestehen. Dass nur „einfache und transparente ABS“ gekauft werden sollten, hat er mehrfach betont<sup>112</sup>. Und er hat gesagt, dass die EZB strukturierte ABS zwar als Sicherheiten für Kreditgeschäfte akzeptiere, jedoch das Ankaufprogramm „nicht in Richtung auf diese Sorte von ABS orientieren“ wolle, weil das nicht in Übereinstimmung mit dem Ziel stünde, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft anzukurbeln<sup>113</sup>. Der Rechtsakt über die Umsetzung des ABS-Ankaufprogramms<sup>114</sup> lässt eine solche Einschränkung allerdings nicht erkennen.

Während die Formulierung im Technischen Anhang 1 so klingt, als wolle die EZB nur solche ABS kaufen, die mit Unternehmenskrediten unterlegt sind, hat Draghi auf einer Pressekonferenz gesagt, dass auch MBS – also durch Hypothekendarlehen unterlegte ABS – in Betracht kämen<sup>115</sup>. Nicht gekauft werden nach den am 2. Oktober beschlossenen Kriterien ABS, die Verbraucherkredite oder Kreditkartenkredite als Assets haben. Der ABS-Rechtsakt hingegen schließt den Ankauf solcher ABS nicht aus, denn Schuldner können hiernach nicht nur Unternehmen, sondern ohne Einschränkung auch natürliche Personen sein<sup>116</sup>. Auch ABS, die Kredite bündeln, welche Kreditinstituten gewährt worden sind, waren nach den Kriterien des Technischen Anhangs 1 ausgeschlossen; der ABS-Rechtsakt lässt sie in einem Volumen von bis zu 10 % zu<sup>117</sup>.

Außerdem hat Draghi klargestellt, dass die EZB nicht nur bereits existierende ABS ankaufen will, sondern auch neu geschaffene<sup>118</sup>. Die EZB wird also auch ABS kaufen, die von Banken eigens zu dem Zweck geschaffen worden sind, sie dann an die EZB zu verkaufen.

---

<sup>112</sup> Press conference, Frankfurt am Main, 4 Sept. 2014 (Fn. 1); Introductory statement to the press conference, Naples, 2 Oct. 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html> (abgerufen 25.11.2014).

<sup>113</sup> Press conference, Naples, 2 Oct. 2014 (Fn. 112).

<sup>114</sup> S.o. Fn. 5.

<sup>115</sup> Press conference, Frankfurt, 4 Sept. 2014 (Fn. 1); so jetzt ausdrücklich der EZB-Beschluss 2015/5 (Fn. 5), Art. 2 Abs. 5 lit. b).

<sup>116</sup> EZB-Beschluss 2015/5 (Fn. 5), Art. 2 Abs. 4.

<sup>117</sup> EZB-Beschluss 2015/5 (Fn. 5), Art. 2 Abs. 4.

<sup>118</sup> Press conference, Frankfurt, 4 Sept. 2014 (Fn. 1).

### 3. ABS-Ankäufe als Maßnahmen der Geldpolitik?

Das ABS-Ankaufprogramm wäre von der Kompetenz der EZB gedeckt, wenn es als Maßnahme der Geldpolitik eingeordnet werden könnte. Im folgenden sollen zunächst (a) die subjektiv bekundete Zielsetzung der EZB und sodann (b) die objektive Wirkung der ABS-Ankäufe dargestellt werden. Dann (c) werden die Gründe, mit denen die EZB ihr Ankaufprogramm rechtfertigt, auf ihre rechtliche Tragfähigkeit geprüft.

#### a) Die subjektiven Zielbekundungen der EZB

Investoren kaufen ABS normalerweise als Geldanlage: ABS als Anleihen mit einem breit gestreuten Risiko. Für die EZB haben die ABS-Käufe ganz andere Zwecke. Es ist klar, dass die EZB versuchen muss, die Käufe geldpolitisch zu begründen. Als Zwecke, denen das ABS-Ankaufprogramm dient, gibt die EZB an:

- Die EZB will mit den ABS-Ankäufen die Bilanzen der Finanzinstitute (vor allem Banken, gegebenenfalls auch Investmentgesellschaften), denen sie die ABS abkauft, entlasten. Draghi: „What we will do when buying our ABSs will actually free space in the sellers’ balance sheet. We free space [...]. The seller will use this money according to his or her business decisions at that time.“<sup>119</sup>
- Die EZB will auf diese Weise die Kreditversorgung der Wirtschaft im Euroraum erleichtern<sup>120</sup>. Sie stellt sich das so vor, dass die Banken, denen sie – zu ABS gebündelte – Kredite abgekauft hat, Kapazitäten für die Vergabe neue Kredite freibekommen<sup>121</sup>.
- Der ABS-Markt soll wieder aufgebaut werden. Es gehe darum, den schlechten Ruf des Verbriefungsmarktes zu verbessern<sup>122</sup>.
- Die „Transmission der Geldpolitik“ soll verbessert werden<sup>123</sup>.
- Positive Übertragungseffekte für andere Märkte sollen hervorgerufen werden<sup>124</sup>. Die EZB sagt nicht, an welche Übertragungseffekte für welche Märkte sie dabei denkt.
- Der geldpolitische Kurs der EZB soll auf diese Weise gelockert werden<sup>125</sup>. Diese Aussage kann aber schwerlich als eigenständiges Ziel des ABSPP angesehen werden. Viel-

---

<sup>119</sup> Press conference, Frankfurt, 4 Sept. 2014 (Fn. 1).

<sup>120</sup> EZB, Pressemitteilung vom 2.10.2014, o. Fn. 2.

<sup>121</sup> Vgl. z.B. Press conference, Frankfurt, 4 Sept. 2014 (Fn. 1).

<sup>122</sup> Press conference, Frankfurt, 4 Sept. 2014 (Fn. 1).

<sup>123</sup> EZB, Pressemitteilung vom 2.10.2014, o. Fn. 2.

<sup>124</sup> EZB, Pressemitteilung vom 2.10.2014, o. Fn. 2.

<sup>125</sup> EZB, Pressemitteilung vom 2.10.2014, o. Fn. 2.

mehr hat die EZB ihren geldpolitischen Kurs gelockert und *infolge* dieser Kursänderung das ABSPP beschlossen.

- Die Bilanz der EZB soll ausgeweitet werden. Zusammen mit dem Covered Bond Purchase Programme (CBPP3) und den Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO) soll das ABSPP bewirken, dass die Bilanzsumme der EZB „erheblich“ angehoben wird<sup>126</sup>. Eine genaue Vorgabe bezüglich des Umfangs der Bilanzvergrößerung hatte der EZB-Rat zunächst nicht beschlossen. EZB-Präsident Draghi hat aber mehrfach gesagt, dass die EZB die Bilanzgröße dahin bringen will, wo sie 2012 schon einmal war<sup>127</sup>. Das wäre eine Ausdehnung von rund 2 auf 3 Billionen Euro<sup>128</sup>. Mit dem Beschluss über das EAPP und das QE-Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP) wurde die Bilanzausweitung weiter vorangetrieben.
- Mit dieser „Lockerung des geldpolitischen Kurses“ will die EZB erreichen, dass die Inflation angehoben wird und dass die Inflationsrate in die Nähe von 2 % ansteigt<sup>129</sup>.

## **b) Die objektiven Wirkungen der ABS-Ankäufe**

Tatsächliche Wirkungen, die die EZB mit den ABS-Ankäufen erzielt, treten zum einen auf Seiten der Banken ein, die ihre Forderungen über die Zweckgesellschaft an die EZB weiterreichen (aa), zum anderen auf Seiten der EZB, die diese Forderungen – in Form der ABS – in ihre Bilanz nimmt (bb). Daraus ergeben sich mittelbar Wirkungen einerseits für die Aktionsfähigkeit der Banken, andererseits auf die Inflationserwartungen. Ich gehe im folgenden der Einfachheit halber davon aus, dass die ABS, die die EZB kaufen wird, ganz überwiegend Forderungen bündeln, die Banken gegen realwirtschaftliche Unternehmen oder gegen Privatpersonen haben, so dass die Möglichkeit des Ankaufs von ABS, die Forderungen anderer Wirtschaftssubjekte zur Grundlage haben, nicht näher betrachtet werden muss.

### aa) Wirkungen auf Seiten der Banken und mittelbare Folgewirkungen

#### (1) Befreiung von Risiken

Die Banken, die ihre Forderungen auf eine Zweckgesellschaft übertragen haben oder übertragen werden, von der die EZB sie dann als ABS erwirbt, sind die Risiken los, die mit

---

<sup>126</sup> EZB, Pressemitteilung vom 2.10.2014, o. Fn. 2; Press conference, Frankfurt, 4 Sept. 2014 (Fn. 1).

<sup>127</sup> Press conference, Frankfurt, 4 Sept. 2014 (Fn. 1). Introductory statement to the press conference, Frankfurt am Main, 4 Dec. 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141204.en.html> (abgerufen 15.12.2014).

<sup>128</sup> FAZ v. 9.10.2014, S. 17.

<sup>129</sup> EZB, Pressemitteilung vom 2.10.2014, o. Fn. 2; Press conference, Naples, 2 Oct. 2014 (Fn. 112).

diesen Forderungen verbunden waren. Da Banken unter Krediten leiden, deren Rückzahlung nicht gesichert ist, liegt es nahe, dass sie sich durch ABS von ihren problematischen Krediten entlasten. In der Finanzkrise ab 2007 haben Banken gerade ihre faulen Kredite zu ABS gebündelt und an Investoren weitergereicht, die die Risiken nicht erkannt haben<sup>130</sup>. ABS können also in der Weise wirken, dass die Banken sich gerade ihrer faulen Kredite entledigen, und aufgrund der bisherigen Erfahrungen mit Kreditverbriefungen ist es wahrscheinlich, dass sie dies tun. Da die EZB auch ABS kaufen wird, die gerade zum Zwecke des Ankaufs durch die EZB neu geschaffen werden, wirkt das ABSPP geradezu als Aufforderung an die Banken, ihre Problemkredite bei der EZB abzuladen. Die EZB kann auf diese Weise zur Bad Bank Europas werden<sup>131</sup>. Ob dies so eintritt, hängt davon ab, ob die EZB sich bei ihren Käufen auf qualitativ hochwertige ABS beschränkt<sup>132</sup>.

## (2) Bilanzverkürzung

Wenn Banken ihre Kredite zu ABS bündeln und an eine Zweckgesellschaft auslagern, verkleinern sie ihre Bilanz, sofern sie die erhaltenen Mittel verwenden, ihre Schulden zu tilgen. Da die Risiken auf die Zweckgesellschaft (und von dieser auf die EZB) übertragen werden, ist die Bilanz der Bank nicht mehr mit ihnen belastet. Dies stärkt die Eigenkapitalquote, infolgedessen das Rating und verbessert so die Refinanzierungsmöglichkeiten. Denkbar ist auch, dass Banken, die andernfalls Schwierigkeiten hätten, die Regulierungsanforderungen zu erfüllen, mit Hilfe des ABSPP die erforderliche Eigenkapitalquote sicherstellen.

## (3) Verbesserung der Kreditversorgung im Euroraum als mittelbare Auswirkung

Die EZB geht davon aus, dass es im Euroraum, wohl speziell in den Krisenstaaten, eine Kreditklemme gibt. Das Wirtschaftswachstum, so die Vorstellung, leide darunter, dass von den Banken nicht genügend Kredite an die Realwirtschaft vergeben würden, weil die Banken wegen des großen Volumens bereits vergebener Kredite und wegen der gestiegenen Eigenkapitalanforderungen dazu nicht in der Lage seien. Träfe diese Einschätzung zu, dann könnte damit gerechnet werden, dass die Entlastung der Bankbilanzen mit Hilfe des ABS-Ankaufprogramms dazu führt, dass die Banken neue Kredite vergeben, die sie ohne das Programm nicht hätten vergeben können. Auf diese Weise diene das ABSPP dann – der Zwecksetzung der EZB entsprechend – mittelbar der Verbesserung der Kreditversorgung im Euroraum. Dies würde sich, wie die EZB dies beabsichtigt, wohl besonders zugunsten der kleineren und mittleren Unternehmen auswirken, weil diese sich im Unterschied zu Großunternehmen nicht durch Unternehmensanleihen finanzieren können und auf Bankkredite angewiesen sind.

Freilich stellt sich die Frage, ob die Voraussetzungen überhaupt stimmen. Dagegen lassen sich zwei Gesichtspunkte anführen:

---

<sup>130</sup> Vgl. z.B. *Lüder Gerken*, Ein Anti-Blockier-System für Europas Banken? *Badische Zeitung* v. 18.10.2014.

<sup>131</sup> Vgl. *Gerken* (Fn. 130).

<sup>132</sup> Dazu unten C.IV.3.b) bb) (4.3).

Vor allem ist zweifelhaft, ob es in den Krisenstaaten überhaupt eine Kreditklemme gibt. Vieles spricht dafür, dass die geringe Kreditvergabe in diesen Ländern kein Angebots-, sondern ein Nachfrageproblem ist, dass nämlich wegen der schlechten Wirtschaftslage und der mangelnden Gewinnaussichten die Unternehmen gar nicht investieren wollen und aus diesem Grunde keine Kredite nachfragen. Wenn die Lage so ist, dann führt die Verbesserung der Kreditvergabemöglichkeiten der Banken mangels Nachfrage nicht zu einer Ausweitung der tatsächlichen Kreditvergabe an die Realwirtschaft.

Außerdem ist fraglich, ob die Banken die Entlastung ihrer Bilanzen wirklich zur Vergabe neuer Kredite nutzen würden. Sofern es sich um Banken handelt, die zuvor Schwierigkeiten hatten, die Eigenkapitalanforderungen zu erfüllen, werden sie zur Vergabe neuer Kredite kaum in der Lage sein. Sofern sie die Eigenkapitalanforderungen gerade so erfüllt hatten und deshalb keine neuen Kredite vergeben konnten – das ist ja die Konstellation, auf die das ABSPP offenbar abzielt –, werden sie möglicherweise die neu gewonnene Stärkung ihres Eigenkapitals und die damit verbundene Verbesserung ihres Ratings nicht sogleich wieder aufgeben wollen und daher auch weiterhin mit der Vergabe neuer Kredite zurückhaltend sein.

Im übrigen fragt sich, welchen Anreiz Banken überhaupt haben sollten, Kredite zunächst – gebündelt als ABS – an die EZB zu verkaufen, um dann sogleich in demselben Volumen neue Kredite zu vergeben. Das Kreditgeschäft besteht doch darin, dass die Bank an den Zinsen für die vergebenen Kredite verdient. Und für die neuen Kredite wird die Bank keine höheren Zinsen erhalten als für die alten (wahrscheinlich weniger, weil das allgemeine Zinsniveau gesunken ist) – es sei denn, die alten Kredite seien faule Kredite, bei denen Zinsen und Tilgung ganz oder teilweise uneinbringlich sind. Die EZB behauptet aber, sie wolle nur hochwertig geratete ABS kaufen.

Worin sollte also der ökonomische Vorteil für die Banken für einen solchen Austausch der Kredite liegen, wenn man davon ausgeht, dass der Zweck *nicht* darin besteht, Schrottkredite bei der EZB abzuladen und Ausfallrisiken loszuwerden? Der einzige ökonomische Anreiz scheint mir darin zu bestehen, dass die Bank über die von ihr gegründete Zweckgesellschaft Provisionen für den Vertrieb der ABS kassiert. Das ist ein Geschäftsmodell, das sich anscheinend in der Vergangenheit gelohnt hat und das somit Banken veranlassen könnte, tatsächlich im Sinne der EZB tätig zu werden und ihr auch solche Kredite zu verkaufen, von denen sie sich nicht wegen mangelnder Bonität des Schuldners trennen wollte.

#### (4) Ausweitung der Verschuldungsquote

Unterstellt, das ABS-Ankaufprogramm führt im Sinne der Intention der EZB dazu, dass die Banken anstelle der an die EZB weitergegebenen Kredite neue Kredite vergeben, dann führt das dazu, dass die private Verschuldungsquote entsprechend anwächst. Das ABS-Ankaufprogramm ist ein Programm zum Schuldenmachen.

Der Regulierungsrahmen mit seinen Eigenkapitalanforderungen an Banken wirkt auf den Kreditmarkt als Schuldenbremse. Wenn Banken nur in begrenztem Umfang Kredite vergeben können, bleibt auch die Verschuldungsquote der Privatwirtschaft und der privaten Haushalte beschränkt. Mit Hilfe von ABS wird diese Bremse ausgeschaltet. Sie ermögli-

chen es den Banken, immer neue Kredite zu vergeben, indem sie regelmäßig die bereits vergebenen Kredite in ABS verpacken und so aus ihrer Bilanz nehmen.

Die Erhöhung der Privatverschuldung ist eine notwendige Konsequenz des ABSPP, wenn dieses hinsichtlich der Kreditvergabe diejenigen Wirkungen erzielt, die die EZB intendiert.

Gerade in Ländern, in denen es nach Auffassung der EZB mit der Kreditvergabe hapert, ist aber die Verschuldung des privaten Sektors schon jetzt sehr hoch<sup>133</sup>. Sie übertrifft in manchen Ländern die sehr hohe Staatsverschuldung noch bei weitem. So beträgt die Verschuldung des privaten Sektors in Spanien rund 176 % des BIP, in Portugal 175 %, in Irland 179 % und in Zypern sogar 300 %<sup>134</sup>. Und diese hohe Privatverschuldung soll durch das ABSPP noch angefeuert werden.

#### (5) Anreiz zu leichtfertiger Kreditvergabe

Wenn die Banken wissen, dass sie Kredite, die sie vergeben haben, sofort – zu ABS gebündelt – an die EZB weitergeben können, ist dies ein Anreiz, die Bonität der Schuldner nicht so genau zu prüfen. Denn die Banken geben ihre Risiken ja an die EZB weiter. So jedenfalls war es in der Finanzkrise 2007. Damals wurden viele Kredite ohne hinreichende Sicherheiten und ohne Rücksicht auf die nachhaltige Zahlungsfähigkeit des Darlehensnehmers vergeben und dann in ABS ausgelagert<sup>135</sup>. Der Anreiz zu einer leichtfertigen Kreditvergabe besteht erst recht dann, wenn ABS nicht lediglich ein Marktinstrument sind, das eventuell auf Investoreninteresse stößt, sondern wenn die EZB als Käufer bereitsteht, der seine Bereitschaft zu Ankäufen in großem Umfang bereits angekündigt hat. – Gerade in der jetzigen Situation, in der sowohl der private wie auch der öffentliche Sektor in einigen Problemstaaten stark überschuldet sind, verschärft der Anreiz zu leichtfertiger Kreditvergabe die gesamtwirtschaftliche Problematik.

Ob das ABS-Ankaufprogramm tatsächlich eine leichtfertige Kreditvergabe auf Seiten der Banken auslösen wird, dürfte weitgehend davon abhängen, wie sorgfältig die EZB die Qualität der ABS prüft, die sie kaufen will. Nun will zwar die EZB nur ABS mit guten Ratings kaufen (mit Ausnahme von ABS aus Griechenland und Zypern), aber ob auf die Ratings Verlass ist, muss nach den Erfahrungen der Finanzkrise seit 2007 in Frage gestellt werden. Damals haben die Ratingagenturen total versagt. Sie haben auch solchen ABS Topratings gegeben, die in Wirklichkeit fast Junkstatus hatten<sup>136</sup>. Die gutgläubigen Investoren sind dann auf ihrem Schaden sitzengeblieben.

<sup>133</sup> Vgl. z.B. *Deutsche Bundesbank*, Private Verschuldung – Status Quo, Anpassungsbedarf und Politikimplikationen, Monatsbericht Januar 2014, S. 57 ff.

<sup>134</sup> Zahlen für das Jahr 2013 laut Weltbank, <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS> (abgerufen 27.11.2014). Die Staatsverschuldung betrug im Jahr 2013 in Spanien „nur“ rund 92 % des BIP, in Portugal 128 %, in Irland 123 % und in Zypern 102 %, laut Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=tsdde410&plugin=1> (abgerufen 27.11.2014).

<sup>135</sup> Vgl. z.B. *Gerken* (Fn. 130); *Sinn* (Fn. 107), S. 134.

<sup>136</sup> Vgl. für CDOs den FCIC Report (Fn. 105), S. 67 ff.; *Sinn* (Fn. 107), S. 144 ff.



Nun werden die Ratingagenturen dazugelernt haben. Aber sie sind nicht in derselben Weise in der Lage, die Bonität von Schuldern zu beurteilen, wie dies eine Bank ist, die in unmittelbarem Kundenkontakt steht, den Kreditnehmer aus einer langen Geschäftsbeziehung kennt und mit den Verhältnissen vor Ort vertraut ist. Das heißt, wenn ABS in großem Umfang eingesetzt werden, wird das Ausfallrisiko erheblich steigen.

Hinzu kommt folgender Aspekt: Der Geschäftsführer des Bankenverbandes, Michael Kremmer, sieht einen wesentlichen Grund für die schwache Kreditvergabe in vielen Eurostaaten in der geringen Bonität der Schuldner<sup>137</sup>. Wenn das zutrifft, kann die EZB mit den ABS-Ankäufen ihr Ziel, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft auszuweiten, nur erreichen, wenn die Banken sich in der Hoffnung, die Kredite an die EZB weitergeben zu können, zu laxen Bonitätsprüfungen (oder zur Ignorierung der geringen Bonität) verleiten lassen.

Das ABS-Ankaufprogramm kann daher als Stimulus für die Banken wirken, die Fehler zu wiederholen, die durch leichtfertigen Umgang mit Verbriefungen zur Finanzkrise geführt hatten.

## bb) Wirkungen auf Seiten der EZB und mittelbare Folgewirkungen

### (1) Bilanzausweitung

Der Ankauf von Wertpapieren führt zu einer Vergrößerung der Bilanzsumme der EZB. Das gilt auch für den Ankauf von ABS, und das ist eines der erklärten Ziele, die die EZB mit dem Programm verfolgt. Das Ziel wird unmittelbar verfolgt und auch unmittelbar erreicht.

### (2) Ausweitung der Geldmenge

Die Ausweitung der Bilanzsumme ist gleichbedeutend mit einer Ausweitung der monetären Basis (Geldbasis / Zentralbankgeldmenge)<sup>138</sup>. Durch Käufe von Wertpapieren stellt die EZB dem Finanzsektor Liquidität zur Verfügung. Die Zentralbankgeldmenge wächst also.

Mit Hilfe der Zentralbankgeldmenge steuert die Zentralbank die den Wirtschaftssubjekten zur Verfügung stehende Geldmenge, die aus der Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken resultiert. Die Ausweitung der Geldbasis führt tendenziell zu einer mit einem Multiplikator zu versiehenden Ausweitung der Geldmenge.

---

<sup>137</sup> FAZ 5.9.2014, S. 17: „Europäische Zentralbank geht ins Risiko“; vgl. auch z.B. *Tobias Piller*, Italien und die EZB, FAZ v. 6.1.2015, S. 15.

<sup>138</sup> Vgl. z.B. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 14/15, 2014, Rn. 252 (S. 145).

### (3) Auswirkungen auf das Preisniveau

Wird die Geldmenge vergrößert, so führt dies mittel- oder langfristig bei Gleichbleiben der sonstigen ökonomischen Faktoren zu einem Anstieg des Preisniveaus<sup>139</sup>. Allein das Anwachsen der Zentralbankgeldmenge bewirkt noch keine Erhöhung des Preisniveaus. Wenn die Banken das Zentralbankgeld aber in Form von Krediten an die Realwirtschaft weiterleiten, wird dies die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen erhöhen und so zu höheren Preisen führen.

Ob die EZB mit dem ABS-Ankaufprogramm ihr Ziel erreichen kann, die Inflationsrate von zur Zeit weit unter 1 % in die Nähe von 2 % zu bringen, erscheint daher als sehr fraglich. Voraussetzung hierfür wäre, dass die Banken den bilanziellen Spielraum, den die EZB ihnen durch den Ankauf von ABS verschafft, auch tatsächlich zur Vergabe neuer Kredite nutzen. Ob sie daran ein Interesse haben, wird bei schwach finanzierten Banken fraglich sein. Vor allem aber wird den Banken die Vergabe neuer Kredite nicht möglich sein, wenn es keine Nachfrage gibt. Und damit ist angesichts der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in den Krisenstaaten zu rechnen.

Abgesehen hiervon dürfte das Volumen der ABS, die die hohe Qualität aufweisen, welche die EZB zur Voraussetzung der Ankäufe machen will, viel zu gering sein, um mit den Ankäufen einen relevanten Einfluss auf das Preisniveau auszuüben.

Die EZB selbst hat kürzlich eine Simulation veröffentlicht, nach der massive Anleihenkäufe in einem Volumen von einer Billion Euro nur zu einem Anstieg des Preisniveaus um 0,15 bis 0,6 % führen würden<sup>140</sup>. Das viel geringere Volumen möglicher ABS-Käufe bewirkt hiernach fast gar keinen Anstieg der Inflationsrate. Wie groß das Volumen der ABS ist, die die Kriterien des Programms erfüllen und von der EZB gekauft werden könnten, ist offenbar schwer einzuschätzen. EZB-Vizepräsident Vitor Constâncio hat das Volumen auf rund 400 Mrd. Euro geschätzt<sup>141</sup>.

### (4) Übernahme der Ausfallrisiken

#### (4.1) Risikoumverteilung von den Banken zur EZB

Mit dem Ankauf der ABS unmittelbar und notwendig verbunden ist die Übernahme der Kreditausfallrisiken bezüglich der in den ABS gebündelten Kredite. Die EZB nimmt den Banken, die ihre Kredite via ABS verkaufen, die Risiken ab und nimmt sie selbst in ihre Bilanz.

#### (4.2) Vergemeinschaftung von Risiken für die Eurostaaten

Mit der Risikoumverteilung von den Banken zur EZB verbunden ist eine Umverteilung der Risiken, die auf den nationalen Haushalten der Eurostaaten im Hinblick auf eventuell not-

---

<sup>139</sup> Vgl. EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2011, S. 59 f., 84 ff.

<sup>140</sup> FAZ v. 10.12.2014, S. 15.

<sup>141</sup> FAZ v. 31.10.2014, S. 21.

wendige Bankenrettungen lasten. Wenn eine Bank in eine Schieflage gerät und es wegen der potentiellen Auswirkungen eines Konkurses politisch als nicht hinnehmbar erscheint, die Bank pleite gehen zu lassen, ist die Rettung der Bank eine Aufgabe des Staates, in dem die Bank ihren Sitz hat. Dieses Risiko wird durch die ABS-Ankäufe der EZB auf die EZB und damit letztlich auf die Steuerzahler der Gesamtheit der Eurostaaten verlagert. Das ABSPP bewirkt somit – in dem Umfang, in dem die EZB den Banken ihre Kreditrisiken abnimmt – auch eine Vergemeinschaftung des Bankenrettungsrisikos.

Die Vergemeinschaftung wirkt sich zugunsten derjenigen Staaten aus, in denen die meisten Problembanken mit den größten Kreditrisiken sitzen. Wenn man davon ausgeht, dass die EZB nicht gezielt ABS aus den Krisenstaaten, sondern gleichmäßig verteilt über die Eurozone kauft, so führt dies dennoch zu einer Risikoumverteilung zugunsten der Krisenstaaten und zulasten der finanziell stabilen Staaten. Denn Problembanken, hinsichtlich derer das Risiko einer eventuell erforderlichen Rettung mit Steuergeldern besteht, gibt es vornehmlich in den Krisenstaaten.

#### (4.3) EZB als Bad Bank der Eurozone?

In der Öffentlichkeit wird befürchtet, dass die EZB sich mit dem ABS-Ankaufprogramm zur Bad Bank der Eurozone macht, indem sie den Banken ihre Schrottkredite abnimmt und die Ausfallrisiken in ihre eigene Bilanz nimmt<sup>142</sup>.

Wie groß die Risiken sind, die die EZB mit den ABS-Ankäufen übernimmt, hängt von der Qualität der ABS ab. Die EZB will nur ABS kaufen, deren Rating ein Investmentgrade aufweist, macht aber eine Ausnahme für ABS aus Griechenland und Zypern.

Die EZB hat verschiedene Vorkehrungen getroffen, um das Ausfallrisiko gering zu halten<sup>143</sup>:

- Sie kauft nur Senior-Tranchen und garantierte Mezzanine-Tranchen.
- Offenbar beginnt sie mit dem Kauf von Senior-Tranchen. Sie gibt die Zulässigkeitskriterien für den Kauf garantierter Mezzanine-Tranchen erst zu einem späteren Zeitpunkt

---

<sup>142</sup> Vgl. z.B. *Gerken* (Fn. 130); *David Folkerts-Landau* (Chefvolkswirt der Deutschen Bank), Auf der schiefen Bahn, FAZ v. 6.10.2014, S. 20; *Michael Hüther* (Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft), Handelsblatt v. 6.10.2014, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/ankauf-von-ramschanleihen-die-ezb-ist-an-die-grenze-ihres-mandats-gelangt/10793898.html> (abgerufen 28.11.2014); *Hans-Werner Sinn*, Mutation zur Bad Bank, Wirtschaftswoche v. 29.9.2014, S. 47; *Jürgen Stark* (ehemaliger Chefvolkswirt der EZB), Handelsblatt v. 8.9.2014, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/ex-chefvolkswirt-attackiert-draghi-kurs-die-ezb-verzerft-fundamental-die-marktbedingungen/10671846.html> (abgerufen 25.11.2014). Auch aus der Politik gab es entsprechende Äußerungen, vgl. z.B. *Norbert Barthle* (haushaltspolitischer Sprecher der CDU/CSU-Fraktion), FAZ v. 4.10.2014, S. 21; *Hans Michelbach* (Obmann der CDU/CSU-Fraktion im Finanzausschuss), Handelsblatt v. 3.10.2014, <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/csu-kritisiert-ezb-chef-draghi-ist-auf-seinem-posten-eine-fehlbesetzung/10790076.html> (abgerufen 28.11.2014).

<sup>143</sup> Technischer Anhang 1 (Fn. 4), wiedergegeben oben im Kapitel A.I.

bekannt. Deshalb ist davon auszugehen, dass diese Tranchen zur Zeit noch nicht gekauft werden.

- Senior-Tranchen müssen nach dem Sicherheitenrahmen für die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems notenbankfähig sein. Dieser Sicherheitenrahmen ist allerdings nicht anspruchsvoll. Die EZB hat ihre Anforderungen an die Qualität der Wertpapiere, die sie als Sicherheit akzeptiert, im Laufe der Finanz- und Eurokrise fortlaufend gesenkt<sup>144</sup>. Außerdem bezieht sich die EZB in ihrem Beschluss vom 2. Oktober auf den Sicherheitenrahmen in seiner jeweils gültigen Fassung. Das heißt, dass die EZB auch während des ABS-Ankaufprogramms jederzeit die Anforderungen an die Sicherheiten absenken kann, wenn anders die mit dem Programm verfolgten Ziele nicht erreicht werden können.
- Die Senior-Tranchen müssen eine zweitbeste Bonitätsbeurteilung von mindestens der Kreditqualitätsstufe 3 (CQS3) haben, was BBB-/Baa3/BBB1 entspricht. Das ist das unterste Rating, das noch als Investmentgrade gilt – also keine anspruchsvolle, sondern gerade noch tragbare Qualität.
- ABS, denen Forderungen gegenüber Unternehmen in Griechenland und Zypern zugrunde liegen, werden – bei Erfüllung bestimmter Voraussetzungen<sup>145</sup> – auch dann gekauft, wenn sie eine schlechtere Bonitätsbeurteilung haben.
- Für die Ankäufe gilt eine Obergrenze von 70 % je ISIN, für ABS aus Griechenland und Zypern mit einem Rating von weniger als CQS3 von 30 % je ISIN. Diese Einschränkung ist freilich nur dann wirksam, wenn jede Doppel- oder Mehrfachverbriefung vom Ankauf effektiv ausgeschlossen ist. Andernfalls können die Banken die von der EZB nicht angekauften Restbestände der jeweiligen ISIN in neue ABS mit einer neuen ISIN verpacken. Doppelverbriefungen hat die EZB in ihrem Beschluss vom 2. Oktober aber nicht eindeutig ausgeschlossen (oben C.IV.2.).

Auch die Beschränkung der Ankäufe auf die beiden ersten Tranchen würde keine wirkliche Sicherheit bieten, wenn die dritte Tranche (und gegebenenfalls weitere Tranchen) wieder zu neuen ABS verwurstet und dann dort wiederum – teilweise – als Senior- und Mezzanine-Tranchen auftauchen könnten, die dann von der EZB gekauft werden. Insofern ist eine Klarstellung der EZB notwendig, dass dies wirklich ausgeschlossen ist.

Im übrigen hängt das Risiko, das die EZB mit ihren ABS-Ankäufen eingeht, davon ab, ob sie die Qualität der Assets richtig einschätzt. Offenbar ist sie aber zu einer solchen Einschätzung gar nicht in der Lage. Obwohl sie angeblich nur „einfache und transparente“ ABS kaufen will, hat sie sich bereits in der Phase der Planung ihres Ankaufprogramms

---

<sup>144</sup> Vgl. die ausführliche Darstellung bei *Hans-Werner Sinn*, Die Target-Falle, 2012, S. 150 ff.

<sup>145</sup> S.o. Kapitel A.I.

externen Sachverstands bedient. Sie hat nämlich dafür der Investmentgesellschaft BlackRock ein Beratungsmandat erteilt<sup>146</sup>.

Hat der EZB schon der Sachverstand gefehlt, das ABS-Ankaufprogramm zu planen, so wird sie erst recht nicht in der Lage sein, bei den Ankäufen die Qualität der ABS zuverlässig einzuschätzen. Das will sie auch gar nicht versuchen, sondern sie verlässt sich wiederum auf externen Sachverstand, jetzt auf den der Ratingagenturen. Deren Ratings bestimmen, welche ABS nach den Kriterien des Beschlusses vom 2. Oktober für die Ankäufe qualifiziert sind. Nachdem die Ratingagenturen in der Finanzkrise völlig versagt und auch mit Subprimekrediten vollgestopften ABS AAA-Ratings erteilt hatten, ist es schon erstaunlich, dass die EZB sich auf deren Expertise verlässt<sup>147</sup>.

Damit nicht genug. Auch die Durchführung der Käufe will die EZB nicht selbst in die Hand nehmen. Auch hierfür hat sie Mandate an externe Finanzdienstleister erteilt, die als „executing asset managers“ das Programm nach Weisungen der EZB ausführen sollen<sup>148</sup>. Nach einem Zeitungsbericht war die Einbeziehung externer Finanzdienstleister umstritten. EZB-Chef Draghi habe darauf bestanden, da der Zentralbank die Erfahrung bei der Bewertung der Kreditverbriefungen fehle<sup>149</sup>.

Aus der Übertragung der Aufgabe, die Ankäufe vorzunehmen, an externe Dienstleister können sich im übrigen Interessenkonflikte ergeben. Denn diese Dienstleister sind ja gerade – zumindest teilweise – die Banken, denen die EZB ihre in ABS verpackten Kredite abkaufen will. Diese können somit schwerlich neutrale Berater und Bewerter hinsichtlich der Qualität der anzukaufenden Papiere sein<sup>150</sup>. Die EZB hat zwar versucht, solche Interessenkonflikte durch bestimmte Vorschriften in den Vergabebedingungen auszuschalten, nach denen etwa die für die EZB arbeitenden Teams nicht zugleich andere Aufgaben in dem betreffenden Finanzinstitut erfüllen. Die Hoffnung, dass auf diese Weise die für die EZB mit ABS-Ankäufen betrauten Bankmitarbeiter die Interessen ihrer Bank unberücksichtigt lassen, ist aber nicht mehr als eine Hoffnung.

Auch ungeachtet dieser Interessenkonflikte bleibt festzuhalten: Die EZB geht mit den ABS-Ankäufen Risiken ein, die sie kraft eigenen Sachverstands nicht einschätzen kann. Bundesbankpräsident Jens Weidmann hat davor gewarnt, die EZB könne beim Ankauf der ABS zu hohe Preise zahlen und damit zu hohe Risiken zulasten der Steuerzahler überneh-

<sup>146</sup> *Mario Draghi*, Press conference Frankfurt am Main, 4 Sept. 2014, Questions and answers, Anhang zum introductory statement (Fn. 1) – **Anlage 3**.

<sup>147</sup> Vgl. dazu auch bereits oben C.IV.3.b) aa) (5).

<sup>148</sup> Es handelt sich um die zur Deutschen Bank gehörende Deutsche Asset & Wealth Management International, das französische Fondshaus Amundi (Gemeinschaftsunternehmen der Banken Crédit Agricole und Société Générale) und die zugehörige Amundi Intermédiation, die niederländische ING Investment Management und die amerikanische Firma State Street Global Advisors, *ECB*, Press release, 30 October 2014, ECB appoints executing asset managers for the ABS Purchase Programme [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141030\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141030_1.en.html) (abgerufen 15.10.2015) – **Anlage 14**.

<sup>149</sup> FAZ v. 31.10.2014, S. 21; auch FAZ v. 14.10.2014, S. 17.

<sup>150</sup> So z.B. die Kritik von *Hans-Peter Burghof* laut FAZ v. 14.10.2014, S. 17.

men<sup>151</sup>. EZB-Präsident Mario Draghi hat diese Sorge zwar als unbegründet zurückgewiesen<sup>152</sup>. Aber wie kann er das, wenn er Banken mit dem Ankauf beauftragt, weil seiner Auffassung nach die EZB für die Bewertung von Kreditverbriefungen keine hinreichende Erfahrung hat?

Die Befürchtung, die EZB werde zu hohe Preise zahlen, ist gut begründet. Schon beim OMT-Staatsanleihenkaufprogramm hatte allein die Ankündigung dieses Programms durch die EZB dazu geführt, dass die Kurse der Staatsanleihen der von diesem Programm erfassten Krisenstaaten drastisch stiegen. Selbst in liquiden Staatsanleihenmärkten kauft die EZB nach der Ankündigung eines solchen Programms also zu Preisen, die weit oberhalb dessen liegen, was der Markt ohne das Programm hergäbe. Bei den marktengen ABS<sup>153</sup> wird dieser Effekt noch größer sein. Das Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) hat bereits zu kräftigen Kurssteigerungen geführt<sup>154</sup>.

Hinzu kommt, dass die EZB bis zu 70 % der Senior-Tranchen kaufen will. Auch das wirkt stark preistreibend. Für private Investoren bleibt kaum noch etwas übrig<sup>155</sup>.

Weidmann weist auf den Zusammenhang mit dem von der EZB angestrebten Volumen des Ankaufprogramms hin (zusammen mit dem CBPP3 rund 1 Billion Euro – Ausweitung der EZB-Bilanz von rund 2 auf 3 Billionen Euro). Ebenso wie andere Marktbeobachter sieht Weidmann, dass der ABS-Markt viel zu klein ist, um genügend qualitativ gute ABS zum Ankauf anbieten zu können, so dass die EZB gezwungen sein wird, schlechtere Papiere zu kaufen, wenn sie ihr Volumenziel erreichen will. Daher sagt er: „Wenn man eine Zielgröße für die EZB-Bilanz nennt, dann besteht das Risiko, dass wir diese Wertpapiere teuer bezahlen. Das würde eine Übertragung von Risiken von den Banken und anderen Investoren auf die Zentralbank und letztlich auf den Steuerzahler bedeuten.“<sup>156</sup> Der ehemalige Chefvolkswirt der EZB Jürgen Stark vertritt die Auffassung, die EZB nehme mit dem Ankaufprogramm unkalkulierbare Risiken auf ihre Bilanz<sup>157</sup>.

---

151 FAZ v. 9.10.2014, S. 17: „Weidmann warnt vor Sozialisierung von Risiken“; auch FAZ v. 14.10.2014, S. 17. Ähnlich äußerte sich *Weidmann* in: Focus 5.10.2014, [http://www.focus.de/finanzen/news/ezb-kritik-am-ezb-kurs-waechst-in-deutschland\\_id\\_4181591.html](http://www.focus.de/finanzen/news/ezb-kritik-am-ezb-kurs-waechst-in-deutschland_id_4181591.html) (abgerufen 28.11.2014): Er sehe die Gefahr, dass die EZB „Kreditverbriefungen schwächerer Qualität“ ankaufe. „Dann würden Kreditrisiken, die von privaten Banken eingegangen wurden, ohne einen angemessenen Ausgleich auf die Notenbank und damit den Steuerzahler verlagert.“

152 FAZ v. 14.10.2014, S. 17.

153 Zur Marktenge des ABS-Marktes vgl. FAZ v. 6.12.2014, S. 31: „Die EZB drängt private Anleger aus Verbriefungen“.

154 FAZ v. 21.10.2014, S. 19: „Die EZB treibt die Kurse für Pfandbriefe“.

155 Laut FAZ hätten einige Mitglieder des EZB-Rates die Kaufquote deshalb lieber bei 50 % gedeckelt. Aber selbst wenn die EZB „nur“ 50 % des Marktes leerkauft, wirkt das stark preistreibend. Vgl. auch FAZ v. 6.12.2014, S. 31: „EZB drängt private Anleger aus Verbriefungen“.

156 FAZ v. 9.10.2014, S. 17.

157 Focus Magazin Nr. 41 (2014) v. 6.10.2014, [http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/die-weichmacher-empfinde-das-als-schockierenden-vorgang\\_id\\_4180094.html](http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/die-weichmacher-empfinde-das-als-schockierenden-vorgang_id_4180094.html) (abgerufen 28.11.2014):

Hinzu kommt, dass die EZB nicht nur am Sekundärmarkt, sondern auch am Primärmarkt ABS kaufen will. Dort gibt es aber keine Marktpreise, an denen sie sich orientieren könnte. Die Einschätzung der Werthaltigkeit der ABS hängt also von den Banken ab, die die EZB bei den Ankäufen beraten.

#### (5) Vermögensumverteilung

Die Politik des „Quantitative Easing“ (QE), also der Anleihenkäufe in großem Stil durch die Zentralbank, der das ABS-Ankaufprogramm zugerechnet werden kann, hat Vermögensumverteilungseffekte. Nach Auffassung von EZB-Direktoriumsmitglied Yves Mersch spricht vieles dafür, dass durch diese Politik die Einkommensungleichheit erhöht wird. Auch andere Volkswirte haben darauf hingewiesen, dass QE zu umverteilenden Effekten zugunsten der Reichen führt<sup>158</sup>.

### c) Folgerungen im Hinblick auf das geldpolitische Mandat

Der Ankauf von Wertpapieren durch die EZB ist eine Maßnahme, die für sich betrachtet kompetenzrechtlich neutral ist. Im Rahmen ihrer Offenmarktpolitik kann die EZB zu geldpolitischen Zwecken am Kapitalmarkt Wertpapiere kaufen und verkaufen (Art. 127 Abs. 2 AEUV, Art. 18 ESZB-Satzung). Wertpapierkäufe können aber auch ganz andere als geldpolitische Zwecke haben. Insbesondere ist es möglich, dass mit ihnen wirtschaftspolitische Ziele verfolgt werden und dass sie der Wirtschaftspolitik zugeordnet werden müssen. Dann sind sie nicht durch die geldpolitische Kompetenz gedeckt.

Wenn eine bei isolierter Betrachtung kompetenzrechtlich neutrale Maßnahme kompetenzrechtlich eingeordnet werden soll, kommt es – wie oben (C.II.1.a) bereits dargelegt – auf die unmittelbare Zielsetzung der Maßnahme an. Dies hat Bundesverfassungsgericht mit Hinweis auf die Rechtsprechung des EuGH<sup>159</sup> zutreffend festgestellt<sup>160</sup>. Entscheidend ist dabei, welche Ziele nach den gesamten Umständen von der EZB objektiv verfolgt werden. Nicht entscheidend, sondern nur ein Indiz unter anderen, sind die subjektiven Aussagen der EZB bezüglich ihrer Ziele. Andernfalls könnte die EZB ihre Kompetenzen beliebig erweitern, indem sie einfach behauptet, sie verfolge ein geldpolitisches Ziel.

Dienen Wertpapierkäufe unmittelbar einem wirtschaftspolitischen Ziel, dann fallen sie in die wirtschaftspolitische Kompetenz der Mitgliedstaaten, auch wenn sie sich mittelbar auch auf die Geldpolitik auswirken<sup>161</sup>.

---

<sup>158</sup> Dazu FAZ v. 18.10.2014, S. 22: „EZB: Anleihenkauf erhöht Ungleichheit von Arm und Reich“.

<sup>159</sup> *EuGH*, Urt. v. 27.11.2012 – Rs. C-370/12 – Pringle, Rn. 53 ff., zusammenfassend bei Rn. 60.

<sup>160</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 63 = *BVerfGE* 134, 366 (401) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>161</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 64 = *BVerfGE* 134, 366 (401 f.) – OMT-Vorlagebeschluss

Um objektiv – also unabhängig von den subjektiven Bekundungen der EZB – entscheiden zu können, ob Wertpapierkäufe unmittelbar der Verwirklichung wirtschaftspolitischer oder geldpolitischer Ziele dienen, hat das Bundesverfassungsgericht sich zutreffend auch auf einige Hilfskriterien gestützt, die als Indizien für die Abgrenzung von Geld- und Wirtschaftspolitik herangezogen werden können. Das Bundesverfassungsgericht stellt insoweit auf objektiv feststellbare Tatsachen ab, die entweder das Ankaufprogramm der EZB oder seine Auswirkungen betreffen, und aus denen man Rückschlüsse auf die objektive Zielsetzung ziehen kann. Im Falle des OMT-Staatsanleihenkaufprogramms waren das Konditionalität, Selektivität, Parallelität mit Hilfsprogrammen der EFSF und des ESM sowie Umgehung von Zielsetzung und Auflagen von EFSF- oder ESM-Maßnahmen<sup>162</sup>. Ein wichtiges Indiz kann auch die Umverteilung von Haushaltsrisiken sein.

Im folgenden soll nun geprüft werden, ob die von der EZB genannten Ziele des ABS-Ankaufprogramms unmittelbar der Verwirklichung geldpolitischer Aufgaben dienen. Selbst wenn dies der Fall ist, könnte es sich dennoch um Wirtschaftspolitik handeln, nämlich dann, wenn nach den objektiven Umständen die geldpolitischen Ziele nur als Vorwand für die Verwirklichung einer wirtschaftspolitischen Zielsetzung erscheinen.

#### aa) Ausweitung der EZB-Bilanz / Bekämpfung der Deflation

Der Ankauf von Wertpapieren führt zur Ausweitung der Bilanzsumme der EZB. In dem Umfang, in dem sie ABS kauft, vergrößert die EZB ihre Bilanz. Das ist mit anderen Worten eine Form des „Gelddrucks“. Die Zentralbankgeldmenge – die Geldbasis – wird auf diese Weise vergrößert. Mit Hilfe der Vergrößerung oder Verkleinerung der Geldbasis wirkt die Zentralbank indirekt auf die Größe der von den Geschäftsbanken den Wirtschaftssubjekten zur Verfügung gestellten Geldmenge ein. Die Steuerung der Geldmenge – mit dem Ziel der Wahrung der Preisstabilität – gehört fraglos zu den Aufgaben der EZB<sup>163</sup>. Auch das Unmittelbarkeitskriterium ist erfüllt: Die Ausweitung der Bilanz wird unmittelbar durch die ABS-Ankäufe bewirkt.

Betrachtet man das Ziel der Bilanzausweitung zum Zwecke der Deflationsbekämpfung isoliert, so stellt sich das ABS-Ankaufprogramm als geldpolitische Maßnahme dar. Es gibt allerdings Gründe, die dennoch gegen die rechtliche Einordnung dieses Programms in die Geldpolitik sprechen. Zum einen ist fraglich, ob es wirklich um Deflationsbekämpfung und damit um Wahrung der Preisstabilität geht. Zum anderen könnte der eigentliche Zweck des ABS-Ankaufprogramms in der Rettung von Problembanken liegen. Dann erwiese sich das Ziel der Geldmengensteuerung als lediglich vorgeschoben (dazu unten gg).

Ob massive geldpolitische Interventionen zur Deflationsbekämpfung zur Zeit erforderlich sind, ist umstritten. Die wohl meisten Ökonomen verneinen diese Frage. Der EZB-Rat

---

<sup>162</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 69, 73 ff. = BVerfGE 134, 366 (404, 406 ff.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>163</sup> Vgl. z.B. *Hahn/Häde*, Währungsrecht, 2. Aufl. 2010, § 17 Rn. 12, 14.



selbst sieht offenbar im Hinblick kein erhebliches Deflationsrisiko, das man rechtzeitig bekämpfen müsse; hiervon ist in der Begründung des Programms nicht die Rede. Und Bundesbankpräsident *Weidmann* hat gesagt, dass er die Gefahr einer Deflation für gering hält und dass dies auch die Ansicht der meisten EZB-Ratsmitglieder sei<sup>164</sup>. Manche Wirtschaftswissenschaftler betonen, dass zur Zeit keine Deflation herrsche, sondern Preisstabilität<sup>165</sup>. Deflation liegt vor, wenn das Preisniveau sinkt. Das ist bislang nicht der Fall. Wir haben ziemlich stabile Inflationsraten von in letzter Zeit unter 1 %. Im Euroraum betrug die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation im Jahr 2014 0,6 % nach höheren Inflationsraten in den Jahren zuvor, nämlich 1,5 % (2013), 2,6 % (2012) und 3,1 % (2011)<sup>166</sup>. Zuletzt lag die Inflationsrate allerdings leicht unter 0 %. Im Laufe des letzten Jahres (2014) fiel sie auf 0,3 % im September und auf minus 0,2 % im Dezember. Im Januar 2015 betrug sie minus 0,6%<sup>167</sup>.

Ein wesentlicher Teil davon geht auf das Absinken des Ölpreises (allein seit Juni 2014 um 40 %) zurück. Zwischen Februar 2013 und September 2014 sanken die Energiepreise um 3,3 %. Die Verbraucherpreisinflation ohne Energiepreise und unbearbeitete Lebensmittel liegt seit Mai 2014 bei 0,8 %<sup>168</sup>. Die EZB erwartet gemäß der von ihr am 23.1.2015 veröffentlichten Übersicht über die durchschnittlichen Erwartungen der professionellen Vorhersager einen langsamen Anstieg der Inflation (2015: 0,3 %; 2016: 1,1 %, 2017: 1,5 %, 2019: 1,8 %)<sup>169</sup>. Die deutschen „Wirtschaftsweisen“ prognostizieren für 2014 0,5 % und für 2015 0,7 %. Andere Prognosen liegen geringfügig höher<sup>170</sup>. Alle zitierten Prognosen berücksichtigen nicht die inflationssteigernden Wirkungen der hier erörterten QE-Programme.

Von Deflation kann demnach keine Rede sein. Selbst wenn die Inflationsrate infolge des Ölpreisverfalls für einige Monate unter Null sinken sollte, wäre das noch keine Deflati-

164 Rede in London, 12.2.2015 (Fn. 265).

165 So z.B. *Hans-Werner Sinn*, Mutation zur Bad Bank, Wirtschaftswoche v. 29.9.2014, S. 47; ebenso Bundesbankpräsident *Jens Weidmann*, FAZ v. 17.12.2014, S. 15.

166 Laut Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=de&pcode=tec00118> (abgerufen 7.3.2015).

167 FAZ v. 31.1.2015, S. 20.

168 *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 14/15, 2014, Rn. 253 (S. 145).

169 [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150123\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150123_2.en.html) (abgerufen 7.3.2015). – Die etwa ein halbes Jahr nach dem Beschluss über das EAPP veröffentlichte Prognose der professional forecasters (3. Qu. July 2015) zeigte folgende durchschnittliche Inflationserwartungen: 2015: 0,2 %, 2016: 1,3 %, 2017: 1,6 %, 2020: 1,9 %, [http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/table\\_3\\_2015q3.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/table_3_2015q3.en.html) (abgerufen 19.10.2015). Wir sehen also nur wenig veränderte Zahlen mit steigender Tendenz. Die EZB selbst hat Anfang September 2015 folgende von ihren eigenen Experten erstellte Inflationsprognose veröffentlicht: 2015: 0,1 %, 2016: 1,1 %, 2017: 1,7 %, *Mario Draghi*, Präsident der EZB, Einleitende Bemerkungen [zur Pressekonferenz], Frankfurt am Main, 3.9.2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150903.de.html> (abgerufen 19.10.2015).

170 *Sachverständigenrat* (Fn. 168), Rn. 256 (S. 147).

on<sup>171</sup>. Deflation und Inflation sind Begriffe, mit denen die mittel- und langfristige Entwicklung des Preisniveaus bezeichnet werden. Kurzfristige Preisschwankungen gibt es immer, und das Ziel der Preisstabilität kann nicht bedeuten, dass ein kurzfristiges Ansteigen oder Absinken des Preisniveaus vermieden werden soll. Da es also zur Zeit eindeutig keine Deflation gibt, kommt es somit darauf an, ob man vertretbar argumentieren kann, vorbeugende Maßnahmen seien erforderlich, damit es nicht zu einer deflationären Entwicklung kommt, die man geldpolitisch kaum noch steuern kann.

Es wäre verfehlt, allein darauf zu schauen, wie niedrig im Augenblick der Preisanstieg ist, um daraus dann Befürchtungen hinsichtlich einer deflationären Tendenz und daher einer Gefährdung der Preisstabilität abzuleiten. Man darf nicht die Gründe für die momentane Preissituation außer Acht lassen. Dabei sind zwei Faktoren von besonderer Wichtigkeit<sup>172</sup>: Zum einen ist die Verringerung der Inflationsrate momentan weitgehend auf den scharfen Einbruch der Ölpreise zurückzuführen. Das hat weder mit der Wirtschafts- noch mit der Geldpolitik in der Europäischen Union zu tun, sondern ist allein die Folge externer Ereignisse, auf die wir keinen Einfluss haben. Ökonomisch sind billige Ölpreise ein Geschenk für die Industrie und für die Verbraucher – ein kostenloses Konjunkturprogramm, das den Wirtschaftssubjekten erheblich mehr Geld in die Hand gibt und deshalb die Preise wieder steigen lassen könnte<sup>173</sup>. Da sich der Preisverfall beim Öl nicht unbeschränkt weiter fortsetzen kann, handelt es sich um einen Einmaleffekt, der vom erreichten Niveau aus wahrscheinlich nicht zu einem schwerwiegenden weiteren Absinken der Preissteigerungsrate führen wird.

Zum anderen ist die niedrige Inflation eine Folge der Anpassungsprozesse in den Krisenstaaten. Dort hatte es seit Einführung des Euro infolge des billigen Geldes, das dort wegen der durch den Euro ausgelösten Zinskonvergenz plötzlich zu haben war, eine inflationäre Entwicklung gegeben – Preissteigerungen in viel höherem Maße als etwa in Deutschland. Das hatte dazu geführt, dass die betreffenden Staaten ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit verloren. Sie wurden im Vergleich zu konkurrierenden Staaten viel zu teuer<sup>174</sup>. Als sie aufgrund ihrer Überschuldung mit Hilfgeldern der „Rettungsschirme“ gerettet werden mussten, unterwarfen sie sich Restrukturierungsprogrammen, die dazu führen sollen, dass die Staatshaushalte konsolidiert werden und die Wirtschaft wieder wettbewerbsfähig wird. Diese Anpassungsprogramme haben unter anderem schmerzhaft Einschnitte ins soziale Netz, Lohnkürzungen, Kürzungen der Staatsausgaben oder Steuererhöhungen mit sich gebracht. Dies musste zwangsläufig zur drastischen Einschränkung des – vorher weitgehend kreditfinanzierten – Konsums führen und somit Preisabschwächungen zur Folge haben. Und die Wirtschaft in den Problemstaaten musste alle Anstrengungen unternehmen, um die

---

<sup>171</sup> So Bundesbankpräsident *Jens Weidmann*, FAZ v. 17.12.2014, S. 15.

<sup>172</sup> Zum folgenden vgl. z.B. *Jürgen Stark*, Die EZB als Gefangene ihrer Politik, FAZ v. 3.6.2014, S. 16.

<sup>173</sup> Vgl. z.B. *Michael Heise*, Der Ölpreisverfall schafft Wachstum, FAZ v. 15.12.2014, S. 18; Bundesbankpräsident *Weidmann*, Rede in London 12.2.2015 (Fn. 265); *ders.*, Kauf von Staatsanleihen birgt Risiken, 26.1.2015, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015\\_01\\_26\\_weidmann\\_kauf\\_staatsanleihen\\_birgt\\_risiken.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015_01_26_weidmann_kauf_staatsanleihen_birgt_risiken.html) (abgerufen 7.3.2015).

<sup>174</sup> Zu dieser Entwicklung ausführlich z.B. *Hans-Werner Sinn*, Die Target-Falle, 2012, S. 105 ff.

Preise ihrer Produkte und Dienstleistungen zu senken, um international wieder wettbewerbsfähig zu werden. Früher hätten solche Staaten zur Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit die eigene Währung abgewertet. Das geht in der Währungsunion nicht mehr. Daher kann die Wettbewerbsfähigkeit, die durch inflationäre Blasen verlorengegangen ist, nur durch eine „interne Abwertung“, also durch Absenkung der Löhne, Gehälter, Waren- und Dienstleistungspreise wieder hergestellt werden. Wer das Ziel hat, die Problemstaaten ohne Ausscheiden aus der gemeinsamen Währung wieder wettbewerbsfähig zu machen, muss Deflation, und zwar eine kräftige Deflation, in *diesen* Ländern wollen<sup>175</sup>. Sie ist dort nicht etwas Gefährliches und zu Bekämpfendes, sondern etwas überaus Erwünschtes. Und sie ist die notwendige Folge der mit den Anpassungsprogrammen verfolgten Austeritätspolitik.

Die notwendige Deflation in den Krisenstaaten führt natürlich dazu, dass die auf die gesamte Eurozone bezogene Inflationsrate sinkt. Die niedrige Inflation stellt sich insofern nicht als Vorzeichen einer die ganze Eurozone erfassenden Deflationsspirale dar, sondern ist Ausdruck von Anpassungsprozessen, die eine vorangegangene zu hohe Inflation in den betreffenden Staaten korrigieren.

Es ist nicht Aufgabe der EZB, die geschilderte Deflation in den Krisenstaaten zu bekämpfen. Erstens handelt es sich nicht um geldpolitisch zu bekämpfende Inflation, sondern um das Ergebnis wirtschaftspolitisch erwünschter Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. und zweitens bezieht sich das Ziel der Preisstabilität, das anzustreben die EZB verpflichtet ist, auf die gesamte Eurozone. Wenn die EZB versucht, die durch die makroökonomischen Anpassungsprogramme bewirkten Preissenkungen in den Krisenstaaten durch eine verschärfte Inflationspolitik rückgängig zu machen, konterkariert sie wirtschaftspolitisch die Politik, auf die die Eurostaaten sich im Rahmen des ESM beziehungsweise der EFSF geeinigt haben. Die Aufgabe der EZB ist es allein, Inflation oder Deflation im Durchschnitt der Eurozone zu verhindern.

Allgemein wird das Risiko einer Deflation derzeit als sehr niedrig eingeschätzt<sup>176</sup>. Der Sachverständigenrat nennt Prognosen mit einer Deflationswahrscheinlichkeit von nur 2,5 % bis 5 %<sup>177</sup>. Er sieht die Ursachen für den bisherigen Rückgang der Inflationsrate größtenteils in temporären Effekten wie im Rückgang der Energiepreise und in der Auf-

---

<sup>175</sup> Vgl. z.B. *Sinn* (Fn. 174), S. 109 ff.; *ders.* (Fn. 165).

<sup>176</sup> Vgl. z.B. Bundesbankpräsident *Weidmann* (Fn. 171); *Asoka Wöhrmann*, „Wir sehen derzeit keine Deflationsgefahr“, Interview, in: FAZ v. 21.1.2015, S. 25; *Philip Plickert*, Geschürte Deflationspanik, FAZ v. 12.1.2015, S. 15; *Michael Rasch*, Deflations-Phobie: Freude über stabile Preise, NZZ v. 8.1.2015, <http://www.nzz.ch/meinung/reflexe/wo-bleibt-die-freude-ueber-stabile-preise-1.18457294> (abgerufen 10.1.2015); Bundesfinanzminister *Wolfgang Schäuble* laut Handelsblatt v. 14.1.2015 („Keine Deflation in der Euro-Zone“), <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/wolfgang-schaeuble-keine-deflation-in-der-euro-zone/11228602.html> (abgerufen 18.1.2015).

<sup>177</sup> *Sachverständigenrat* (Fn. 168), Rn. 259 (S. 149); auch Bundesbankpräsident *Jens Weidmann* sieht das Deflationsrisiko trotz der gegenwärtig niedrigen Inflationsrate als gering an, FAZ v. 17.12.2014, S.15.

wertung des Euro bis März 2014<sup>178</sup>. Die Bundesbank sieht keine Anzeichen für signifikante Zweitrundeneffekte<sup>179</sup>.

Es gibt also gegenwärtig weder Deflation noch eine konkrete Deflationsgefahr. Selbst wenn ein weiterer Verfall der Energiepreise die Inflation auf Null Prozent oder sogar weniger herunterdrücken sollte, wäre darin wegen des temporären Charakters dieses Einflussfaktors keine problematische Deflation zu sehen. Die EZB hat 2011, als die Rohstoffpreise in die Höhe schnellten, eine deutlich über 2 % liegende Inflation akzeptiert<sup>180</sup>. Da das Ziel der Preisstabilität mittelfristig zu verfolgen ist, nimmt sie einen Spielraum für kurzfristige Überschreitungen der akzeptablen Bandbreite in Anspruch. Dies darf dann aber nicht nur nach oben, sondern muss konsequenterweise auch nach unten gelten<sup>181</sup>.

Da weder eine aktuelle Deflation noch eine konkrete Deflationsgefahr oder wenigstens ein erhebliches Deflationsrisiko besteht, ist das Ankaufprogramm zur Deflationsprävention nicht erforderlich und kann daher mit diesem Ziel nicht gerechtfertigt werden.

Im übrigen beruht Draghis Meinung, die Inflationsrate sei so gering, dass die Notenbank mit „unkonventionellen Maßnahmen“ ihre Steigerung anstreben müsse, auf der Annahme, dass Preisstabilität nur dann gegeben sei, wenn die Inflationsrate nahe bei 2% liege. Diese Annahme ist falsch, wie oben (C.III.) schon gezeigt wurde. Abgesehen hiervon ist nach Auffassung des deutschen Sachverständigenrates eine Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen von dem 2 %-Ziel nicht zu befürchten. Die Langfristprognose aus der EZB-Umfrage unter professionellen Prognostikern sei zuletzt im August von 1,8 % auf 1,9 % gestiegen. Der Mittelwert der Consensus-Economics-Umfrage zur langfristigen Prognose im Frühjahr habe ebenfalls bei 2 % gelegen<sup>182</sup>. Der Sachverständigenrat weist darauf hin, dass die gegenwärtige Abwertung des Euro künftig zusätzlichen Preisaufrtrieb liefern werde<sup>183</sup>.

---

178 *Sachverständigenrat* (Fn. 168), Rn. 263 (S. 149).

179 *Weidmann* (Fn. 265).

180 Der Verbraucherpreisindex HVPI ist 2013 um 3,1 % gestiegen.

181 So *Heise* (Fn. 173); *Thomas Jost / Franz Seitz*, Zehn Argumente gegen Quantitative Easing und den Ankauf von Staatsanleihen durch das Eurosystem, in: ifo-Schnelldienst 4/2015, S. 19 (20). – Der *Sachverständigenrat* (Fn. 168), Rn. 264 ff., 269 (S. 150 ff., 153), meint allerdings, dass präventive quantitative Lockerungen mit einer hohen Unsicherheit über die Wirkungskanäle quantitativer Maßnahmen bei einem Leitzins von Null begründet werden könnten. – Sehr deutlich hat sich der ehemalige EZB-Chefvolkswirt *Jürgen Stark* geäußert: „Umso unverständlicher ist mir die derzeitige Deflationsdebatte. Sie ist absurd. Wir haben Preisstabilität! Das stärkt die Kaufkraft! Jetzt wird aber das Vertrauen in den Euro durch Politiker und Zentralbanker untergraben, indem sie den Euro weich klopfen. Ein unerhörter Vorgang.“, *Focus Magazin* Nr. 41 (2014) v. 6.10.2014, [http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/die-weichmacher-empfinde-das-als-schockierenden-vorgang\\_id\\_4180094.html](http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/die-weichmacher-empfinde-das-als-schockierenden-vorgang_id_4180094.html) (abgerufen 28.11.2014).

182 *Sachverständigenrat* (Fn. 138), Rn. 257 (S. 148).

183 *Sachverständigenrat* (Fn. 138), Rn. 263 (S. 150).

## bb) Verbesserung der Transmission der Geldpolitik

Die EZB hat bereits im OMT-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht versucht, ein Wertpapierankaufprogramm – das OMT-Programm – als geldpolitisch zu rechtfertigen, indem sie behauptet hat, dieses Programm diene der Behebung einer Störung der geldpolitischen Transmission. Das Bundesverfassungsgericht hat dieses Argument nicht akzeptiert<sup>184</sup>.

Unter „geldpolitischer Transmission“ versteht die EZB die Weiterleitung der durch die Geldpolitik, insbesondere durch die Leitzinsen, gesetzten Impulse an die Banken und mittelbar an die Realwirtschaft – also die Fortwirkung der geldpolitischen Entscheidungen der EZB auf das Zinsniveau in der privaten Wirtschaft und indirekt auf weitere ökonomische Variablen wie Produktion, Beschäftigung und vor allem das Preisniveau<sup>185</sup>. Dieser Transmission können verschiedene „Transmissionskanäle“ dienen wie der „Bankenkanal“, der „Erwartungskanal“, der „Kreditkanal“ oder der „Zinskanal“<sup>186</sup>. Der Transmissionsmechanismus kann gestört sein, wenn die Weiterleitung der geldpolitischen Impulse über einen dieser „Transmissionskanäle“ oder gleich über mehrere nicht mehr so funktioniert, wie sie der Theorie nach funktionieren sollte. Dann sprechen die Geldpolitiker der EZB davon, dass ein Transmissionskanal „verstopft“ sei.

Da der Auftrag der EZB einerseits darin besteht, für Preisstabilität zu sorgen, andererseits aber die EZB das Preisniveau nicht unmittelbar beeinflussen kann, wirkt sie mit ihrer Geldpolitik mittelbar über den Einfluss auf das Zinsniveau auf die Preise ein<sup>187</sup>. Sie ist also auf „Transmissionskanäle“ angewiesen, damit ihre Geldpolitik die gewünschte Wirkung erzielen kann.

Die EZB vertritt nun die Auffassung, dass es zu ihren geldpolitischen Kompetenzen gehöre, Störungen des Transmissionsmechanismus zu beheben beziehungsweise „Verstopfungen“ der „Transmissionskanäle“ zu beseitigen.

Die EZB hat nicht dargelegt, inwiefern das ABS-Ankaufprogramm nötig ist, um eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu beheben. Vermutlich geht es der EZB darum die Durchlässigkeit des „Kreditkanals“ zu verbessern. Wenn die EZB es zur Vermeidung von Deflation für erforderlich hält, die Geldmenge auszuweiten und deshalb den Banken mehr Liquidität zur Verfügung stellt, diese aber keine weiteren Kredite vergeben können, weil sie nicht genügend Eigenkapital haben, dann kommt der geldpolitische Impuls nicht in dem gewünschten Maß bei der Realwirtschaft an. Auswirkungen auf das Preisniveau gibt es nur, wenn Unternehmen und Konsumenten tatsächlich mehr Kredite

---

<sup>184</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 96-98 = BVerfGE 134, 366 (415 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>185</sup> Vgl. EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2001, S. 45.

<sup>186</sup> Vgl. z.B. Deutsche Bundesbank, Transmissionsmechanismus, <http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/T/transmissionsmechanismus.html> (abgerufen 28.11.2014).

<sup>187</sup> Vgl. z.B. Hahn/Häde, Währungsrecht, 2. Aufl. 2010, § 17 Rn. 12.

aufnehmen und das Geld ausgeben. Insofern wäre es plausibel, dass das ABSPP der Verbesserung der geldpolitischen Transmission dienen soll, wenn es die beschriebene Störung der Transmission gäbe.

Es scheint allerdings so zu sein, dass fehlende Kreditvergabemöglichkeiten wegen eines zu hohen Bestandes an faulen Krediten nicht ein allgemeines Problem des Euroraumes sind, sondern dass es sich – wenn überhaupt – um ein Problem von Banken in Spanien und Italien handelt. Geldpolitik muss aber einheitlich im Euroraum wirken. Die Verbesserung regionaler Bankenstrukturen ist Sache regionaler Wirtschaftsförderung<sup>188</sup>.

Im übrigen ist die rechtliche Voraussetzung falsch, auf die die EZB sich stützt. Es trifft nämlich nicht zu, dass die geldpolitische Kompetenz der EZB sich darauf erstreckt, alle Maßnahmen zu ergreifen, die sie für notwendig hält, um Verstopfungen in Transmissionskanälen zu beseitigen oder sich gar neue Transmissionskanäle zu schaffen. Richtig ist vielmehr, dass die geldpolitische Kompetenz der EZB darauf beschränkt ist, Impulse für den Finanzsektor und indirekt für die Realwirtschaft zu setzen. Sie kann dabei diejenigen Impulse auswählen, von denen sie meint, dass sie dort am ehesten die erwünschten Wirkungen zeitigen. Sie hat jedoch nicht die Kompetenz, den Finanzsektor oder die Realwirtschaft in der Weise umzugestalten, dass sie auf geldpolitische Impulse sensibler reagieren.

Die EZB darf nicht alles tun, was mittelbar der Durchsetzung ihrer Geldpolitik dient. Vielmehr findet die Geldpolitik in einem institutionellen Rahmen statt, der durch die allgemeine Rechtsordnung, also durch die EU-Verträge und durch das in Übereinstimmung mit ihnen erlassene europäische und nationale Recht, geformt wird. Die EZB scheint der Auffassung zu sein, zu ihrem geldpolitischen Mandat gehöre auch die Befugnis, über den institutionellen Rahmen zu verfügen, sofern sich aus ihm Hindernisse für die Verwirklichung geldpolitischer Ziele ergeben.

Wollte man die Geldpolitik nur vom Ziel her definieren, dann wäre die geldpolitische Kompetenz praktisch unbegrenzt. Eine Abgrenzung gegenüber der Wirtschafts- und Fiskalpolitik ist nur möglich, wenn solche Mittel, für deren Anwendung nach dem Vertrag die Staaten zuständig sind, der EZB nicht zur Verfügung stehen. Der AEUV setzt voraus, dass Wirtschafts- und Finanzpolitik von Geldpolitik unterschieden werden können. Was in die Kompetenz der Mitgliedstaaten fällt und parlamentarischer Legitimation bedarf, kann nicht zugleich in die Kompetenz der EZB fallen, auch wenn es die geldpolitische Transmission verbessert.

Der Einsatz eines vertraglich verbotenen Instruments durch die EZB wird nicht dadurch legal, dass es mittelbar der Verwirklichung eines geldpolitischen Zieles dient. Andernfalls könnte die EZB zur Beseitigung von Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sogar in die Kompetenzen der Gesetzgebungsorgane eingreifen und Richtlinien oder Verordnungen erlassen, für deren Erlass nach dem AEUV Rat und Parlament zuständig sind.

---

<sup>188</sup> Ebenso der ehemalige EZB-Chefvolkswirt *Jürgen Stark*, Die EZB als Gefangene ihrer Politik, FAZ v. 3.6.2014, S. 16.

Das Bundesverfassungsgericht hat im Falle des OMT-Programms zu Recht gesagt, es komme nicht darauf an, ob tatsächlich eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus vorliege und ob die EZB diese mit Hilfe des OMT-Programms beseitigen wolle<sup>189</sup>. Denn die EZB ist nicht berechtigt, eine – angebliche – Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus durch Finanzierung des betreffenden Staates, also durch ein nach primärem Unionsrecht verbotenes Mittel – zu beheben.

Somit sind Maßnahmen, die darauf gerichtet sind, die geldpolitische Transmission zu verbessern, nicht per se durch das geldpolitische Mandat gedeckt. Wenn die geldpolitische Transmission durch gesetzgeberische Gestaltung von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, beispielsweise durch das Tarifvertragsrecht oder durch Regelungen zur Verbesserung des Wettbewerbs verbessert wird, dann greift der Gesetzgeber damit nicht in die geldpolitische Kompetenz der EZB ein, sondern er handelt im Rahmen seiner Kompetenzen für die Wirtschaftspolitik. Entsprechendes gilt für Maßnahmen, die die Regierung in wirtschaftspolitischer Hinsicht trifft und die sich günstig für die geldpolitische Transmission auswirken. Wenn umgekehrt die EZB eine wirtschaftspolitische Maßnahme ergreift, um damit die geldpolitische Transmission zu verbessern, wird sie wegen dieser Zielsetzung nicht zu einer geldpolitischen Maßnahme.

„Verbesserung der geldpolitischen Transmission“ ist deshalb kein Argument, mit dem eine Maßnahme als vom geldpolitischen Mandat gedeckt gerechtfertigt werden kann. Wenn die EZB Maßnahmen ergreift, die unabhängig vom Ziel, die geldpolitische Transmission zu verbessern, als geldpolitisch qualifiziert werden können, und diese Maßnahmen sich zugleich günstig für die geldpolitische Transmission auswirken, sind sie vom geldpolitischen Mandat der EZB gedeckt. Wenn die EZB hingegen Maßnahmen ergreift, die – ohne Rücksicht auf die geldpolitische Transmission – vom geldpolitischen Mandat nicht gedeckt sind, dann werden sie auch nicht dadurch zu geldpolitischen Maßnahmen, dass sie sich auf die geldpolitische Transmission günstig auswirken.

Der EuGH hat dies in der Rechtssache Gauweiler u.a. anders gesehen. Er behauptet, dass Maßnahmen, die darauf abzielen, eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu beheben, der Geldpolitik (nämlich dem Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität) zuzurechnen seien<sup>190</sup>. Diese Behauptung hat der EuGH nicht begründet, und sie lässt sich auch nicht begründen.

Der EuGH schließt nämlich unmittelbar von einem – vermeintlichen – Problem für die Geldpolitik darauf, dass die Mittel für die Lösung dieses Problems ebenfalls geldpolitischer Natur seien. Dieser Schluss hat keine Grundlage in der Logik und ist auch rechtlich verfehlt. Es ist umgekehrt ein allgemeiner Rechtsgrundsatz, dass von dem Umstand, dass jemand eine Aufgabe hat, nicht ohne weiteres darauf geschlossen werden kann, dass er auch über alle Mittel verfügen muss, um zur Bewältigung der Aufgabe erforderlich sind.

---

<sup>189</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 95 ff. = BVerfGE 134, 366 (415 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>190</sup> EuGH, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 50.

Wenn ein Hoheitsträger auf selbständig handelnde Rechtssubjektive nicht mit hoheitlichen Mitteln – Geboten und Verboten –, sondern mit Mitteln indirekter Steuerung, mit ökonomischen Anreiz- oder Abschreckungsmitteln einwirken will, dann ist er bei dieser Politik zwangsläufig auf Rahmenbedingungen angewiesen, über die er selbst nicht verfügt. Er ist darauf angewiesen, dass die Adressaten seiner Maßnahmen beziehungsweise die übrigen Subjekte in der geplanten Wirkungskette auf die von ihm gesetzten Anreize in der erhofften Weise reagieren. Dies gilt für jede Art indirekter, influenzierender Steuerung, nicht nur für die Geldpolitik. Jede Art mittelbar-influenzierender Politik, nicht lediglich die Geldpolitik, ist in diesem Sinne auf „Transmissionsmechanismen“ beziehungsweise „Transmissionskanäle“ angewiesen. Aber nur die Geldpolitik macht ein Brimborium um die Transmission und beansprucht ein Recht darauf, dass diese funktioniert. Aber ein solches Recht gibt es nicht und kann es nicht geben. Der Wirkung influenzierender Maßnahmen können Hindernisse entgegenstehen, die zu beseitigen dem handelnden Subjekt faktisch oder aus Rechtsgründen – mangels der erforderlichen Befugnisse oder Kompetenzen – nicht möglich ist.

Nehmen wir beispielsweise an, eine Regierung möchte der in einer Wirtschaftskrise stark gestiegenen Arbeitslosigkeit mit einem Konjunkturprogramm entgegenwirken, wie es sich in einer früheren Krise bewährt hat. Jetzt jedoch hat die Gewerkschaft so hohe Löhne durchgesetzt, dass die Unternehmen trotz des Konjunkturprogramms keine zusätzlichen Arbeitnehmer fest einstellen, sondern in Roboter investieren oder Arbeitsplätze in Billiglohnländer verlagern. Der früher bestehende Wirkungskanal ist jetzt „verstopft“. Die Transmission des staatlich gesetzten Impulses über Anregung des Konsums – höhere Umsätze der Unternehmen – Investition in Kapazitätsausweitungen bis zur Einstellung neuer Arbeitskräfte funktioniert nicht mehr. Der „Investitionskanal“ ist gestört. Daraus lässt sich nicht folgern, dass die Regierung jetzt die Befugnis hat, diesen Wirkungskanal wieder freizulegen, indem sie den Unternehmen verbietet, effizienzfördernde Investitionen zu vorzunehmen oder Investitionen ins Ausland zu verlagern. Dem einen könnte die Berufsfreiheit beziehungsweise die unternehmerische Entscheidungsfreiheit entgegenstehen, dem anderen etwa die Kapitalverkehrsfreiheit oder die Niederlassungsfreiheit innerhalb der Europäischen Union.

Die Störung könnte in obigem Ausgangsfall auch beim „Konsumkanal“ liegen: Die Regierung pumpt hohe Milliardenbeträge in den Konsum, aber die Konsumenten kaufen nicht heimische Produkte, sondern Importprodukte aus asiatischen Billiglohnländern. Der von der Regierung gesetzte Impuls versandet, kommt nicht dort an, wo er ankommen soll, nämlich bei den Entscheidungen der heimischen Unternehmer über die Schaffung neuer Arbeitsplätze. Die Regierung könnte die Verstopfung des „Konsumkanals“ freilegen, wenn sie durch Importkontingente oder durch Importzölle die einheimische Wirtschaft schützen und den Konsum in einheimische Produkte steuern könnte. Dem stehen aber materiellrechtlich das GATT und kompetenzrechtlich die ausschließliche Zuständigkeit der EU für die gemeinsame Handelspolitik (Art. 3 Abs. 1 lit. e AEUV) entgegen. Niemand käme auf die Idee, für Einfuhrzölle sei in dieser Situation der Mitgliedstaat zuständig, der damit inländische Arbeitsplätze schaffen will. Der Argumentation des EuGH in der Rechtssache Gauweiler u.a. zufolge wäre die Zuständigkeit des Mitgliedstaates jedoch gegeben, nämlich mit folgender Argumentationskette: Ziel der Maßnahme ist die Schaffung von Ar-



beitsplätzen, das Anstreben von Vollbeschäftigung. Das gehört zur nationalen Zuständigkeit für die Wirtschaftspolitik. Da Arbeitsplätze von privaten Wirtschaftssubjekten geschaffen werden, kann der Staat nur mittelbar-inflenzierend auf die Verwirklichung dieses Ziels einwirken. Dazu bedarf es eines Transmissionsmechanismus. In diesem Fall ist wegen der Billigimporte aus Asien ein Transmissionskanal – der „Konsumkanal“ – verstopft. Maßnahmen, die der Behebung dieser Störung dienen, fallen in die wirtschaftspolitische Kompetenz des Mitgliedstaates, auf Vollbeschäftigung hinzuwirken. – Das ist natürlich falsch, aber so falsch argumentiert der EuGH nur, wenn es darum geht, die Kompetenzen der Europäischen Union und ihrer Organe im Verhältnis zu den Mitgliedstaaten zu stärken, nicht im umgekehrten Fall.

Es gibt einen Absatz im Urteil des EuGH, mit dem die gesamte Argumentation zur Kompetenzfrage steht und fällt. Das ist Absatz Nr. 50. Und die entscheidende These dieses Absatzes – die These, dass Maßnahmen, die der Beseitigung von Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus dienen, der Geldpolitik zuzurechnen seien, weil die Fähigkeit zur Verwirklichung des geldpolitischen Ziels, die Preisstabilität zu gewährleisten, bei Störungen des Transmissionsmechanismus beeinträchtigt werde – ist, wie gezeigt, rechtlich haltlos. Es handelt sich um eine suggestive These, die jeden Hauch einer Begründung vermissen lässt.

Richtig ist demgegenüber, dass ein Hoheitsträger, der mit mittelbar-inflenzierenden Maßnahmen arbeitet, hierbei auf die Wirkungsmechanismen angewiesen ist, die die reale Welt, in der die von ihm gesetzten Impulse in den vorgesehenen Kausalketten ablaufen sollen, zur Verfügung stellt. Das gilt sowohl für das empirische – hier vor allem ökonomische – als auch für das rechtliche Umfeld. Bestimmte „Transmissionskanäle“ sind entweder vorhanden, oder sie sind nicht vorhanden. Sie sind „verstopft“ oder sie sind funktionsfähig. Es gibt kein prinzipielles Recht der EZB darauf, dass die nötigen Transmissionskanäle vorhanden sind oder dass sie in der konkreten Situation funktionieren. Wenn ein Transmissionskanal fehlt oder wenn er gestört ist und repariert werden muss, dann kommt es darauf an, wer hierfür die Kompetenz hat. Wenn ein Transmissionskanal nur mit wirtschaftspolitischen Maßnahmen hergestellt oder repariert werden kann, sind dafür die Mitgliedstaaten zuständig. Die EZB kann dann eine entsprechende Politik anregen, darf sie aber nicht selbst durchführen.

Somit braucht nicht weiter geprüft zu werden, ob das ABS-Ankaufprogramm tatsächlich der Verbesserung der geldpolitischen Transmission dient. Dieses Ziel und diese Wirkung sind keine rechtlichen Kriterien für die Geldpolitik.

### cc) Erleichterung der Kreditversorgung der Wirtschaft im Euroraum

Zu den Aufgaben der EZB gehört es, Liquidität für die Kreditinstitute bereitzustellen, also den Kreditinstituten Zentralbankkredite zu gewähren. Die Bundesbank hatte dies als „Refinanzierungspolitik“ bezeichnet. Die EZB bezieht die Refinanzierungspolitik in den Oberbegriff der Offenmarktpolitik mit ein, soweit es sich um Geschäfte handelt, die auf Initiati-

ve der Zentralbank zustande kommen<sup>191</sup>. Darüber hinaus stellt die EZB im Rahmen der Refinanzierungspolitik zwei ständige Kreditmöglichkeiten bereit, deren Inanspruchnahme von den Kreditinstituten ausgeht (Einlagefazilität und Spitzenrefinanzierungsfazilität)<sup>192</sup>. Die Bereitstellung von Zentralbankgeld für den Finanzsektor ist Teil der Geldpolitik.

Demgegenüber gehört es nicht zu den Aufgaben der EZB, die Realwirtschaft mit Krediten zu versorgen. Das ist eine Aufgabe der Banken und sonstigen Kreditinstitute, die diese Aufgabe im Rahmen der Marktwirtschaft wahrnehmen. Die EZB kann nur mittelbar auf die Versorgung der Realwirtschaft mit Krediten Einfluss nehmen, indem sie den Banken mehr oder weniger Liquidität zur Verfügung stellt.

Die Erleichterung der Kreditversorgung der Realwirtschaft, der das ABS-Ankaufprogramm dienen soll, ist somit keine eigenständige Aufgabe der EZB. Sie dient freilich der Erleichterung der geldpolitischen Transmission über den „Kreditkanal“. Geldpolitik ist aber nur die Nutzung der vorhandenen Transmissionskanäle, nicht die Schaffung neuer oder der Ausbau oder die Verbesserung der vorhandenen Kanäle, wie oben (bb) bereits gezeigt wurde.

Das ABSPP ist daher nur dann vom geldpolitischen Mandat der EZB gedeckt, wenn es aus anderen Gründen als Geldpolitik qualifiziert werden kann und nur zusätzlich auch den „Kreditkanal“ für die geldpolitische Transmission verbessert.

Das spezifische Mittel, das die EZB einsetzt, um den „Kreditkanal“ auszubauen, besteht darin, dass die EZB den Banken mittels der ABS-Ankäufe vorhandene Kreditrisiken abnimmt, um den Banken auf diese Weise Raum zur Vergabe neuer Kredite zu verschaffen. Die Übernahme von Kreditausfallrisiken privater Banken durch die EZB ist aber keine geldpolitische Maßnahme, sondern eine Maßnahme der Wirtschaftsförderung, also der Wirtschaftspolitik (dazu näher unten ee).

Abgesehen hiervon fragt sich, ob es die von der EZB offenbar unterstellte Kreditklemme überhaupt gibt. Vieles spricht dafür, dass die Ursache dafür, dass in den Krisenstaaten weniger Kredite an die Unternehmen vergeben werden als es der EZB wünschenswert erscheint, gar nicht in mangelnder Kreditvergabebereitschaft oder Kreditvergabefähigkeit der Banken liegt, sondern in fehlender Nachfrage seitens der realwirtschaftlichen Unternehmen. Wenn nur die Kreditnachfrage gering ist und nicht ein mangelndes Kreditangebot besteht, liegt gar kein Hemmnis im Kreditkanal vor. Die Ausweitung der Kreditvergabemöglichkeiten der Banken durch Risikoübernahmen mittels ABS-Ankäufen ist dann überhaupt nicht geeignet, die geldpolitische Transmission zu verbessern.

Soweit hingegen die schwache Kreditvergabe in den Problemländern daran liegt, dass die Unternehmen, die als Kreditnachfrager in Betracht kommen, oft bereits überschuldet sind oder aus anderen Gründen (etwa mangels erfolgversprechenden Geschäftsmodells) keine

---

<sup>191</sup> Vgl. *Hahn/Häde*, Währungsrecht, 2. Aufl. 2010, § 17 Rn. 16.

<sup>192</sup> Vgl. *Hahn/Häde* (Fn. 191), § 17 Rn. 20 f.

hinreichende Bonität aufweisen<sup>193</sup>, kann das ABS-Ankaufprogramm ebenfalls keine Lösung sein. Die Banken könnten zwar, wenn sie alte Kredite an die EZB weitergegeben haben, neue Kredite vergeben, dürften dies mangels hinreichender Bonität der Nachfrager aber nicht tun. Täten sie es dennoch, schüfen sie die Ursache für die nächste Finanzkrise.

#### dd) Wiederaufbau des ABS-Marktes

Die EZB will mit dem ABS-Ankaufprogramm auch eine Initialzündung setzen, um den ABS-Markt, der nach der Katastrophe ab 2007 zusammengebrochen war und das Vertrauen der Anleger verloren hatte, wieder in Gang zu bringen.

Es bedarf hier keiner Diskussion darüber, ob das wirtschaftspolitisch sinnvoll ist – ob also nur „schlechte ABS“ geächtet werden sollten und „gute ABS“ ein sinnvolles Finanzierungsinstrument sein können. Kompetenzrechtlich entscheidend ist, dass die Förderung eines solchen Marktsegments eindeutig in den Bereich der Wirtschaftspolitik gehört<sup>194</sup>. Sie fällt somit nicht in die geldpolitische Kompetenz der EZB und könnte allenfalls dann im Rahmen der sekundären wirtschaftspolitischen Unterstützungskompetenz rechtmäßig sein, wenn sie aus anderen Gründen in die geldpolitische Zuständigkeit der EZB fällt.

#### ee) Entlastung der Bankbilanzen

Zu den erklärten Zielen des ABS-Ankaufprogramms gehört es, dass die EZB die Bilanzen der Kreditinstitute entlasten will. Und dies ist es, was sie mit den ABS-Ankäufen auch unmittelbar bewirkt. Die Banken, die zu ABS gebündelte Kredite an die EZB verkaufen, entlasten ihre Bilanzen von den entsprechenden Kreditrisiken. Dies stärkt die Eigenkapitalquote der betreffenden Banken.

Zugleich nimmt die EZB die betreffenden Risiken auf ihre eigene Bilanz. In dem Maße, in dem die Bilanzen der Banken durch die ABS-Verkäufe verkürzt werden, weitet die EZB ihre Bilanz aus. Die Ausfallrisiken werden von den Banken auf die EZB und damit letztlich auf die Steuerzahler der Eurozone verlagert.

Objektiv betrachtet, ist das ABS-Ankaufprogramm ein Bankenförderungsprogramm. Dies gilt zunächst einmal generell für alle Banken im Euroraum, besonders aber für Großbanken, die in der Lage sind, ABS-Transaktionen selbst durchzuführen. Die Banken erhalten neue Spielräume für Neugeschäfte. Und die Großbanken können zusätzlich mit der Gründung von Zweckgesellschaften Provisionen verdienen. Sie profitieren nicht nur von zusätzlichen Möglichkeiten im Kreditgeschäft, sondern auch von der Wiederbelebung des ABS-

---

<sup>193</sup> S.o. bei Fn. 137.

<sup>194</sup> Ebenso der ehemalige EZB-Chefvolkswirt *Jürgen Stark* (Fn. 181): „Der beschlossene Ankauf von Kreditverbriefungen (ABS) mit dem Ziel, diesen Markt wiederzubeleben, hat nichts mit Geldpolitik zu tun.“

Marktes, wenn diese sich – der Intention der EZB gemäß – auch über die Ankäufe der EZB hinaus einstellen sollte.

Sodann und in ganz besonderem Maße fördert die EZB mit dem ABS-Ankaufprogramm Problembanken in den Krisenstaaten, die – zum Beispiel infolge der geplatzten spanischen Immobilienblase – mit faulen Krediten vollgestopft sind und die mit der Übertragung problematischer Kredite an die EZB mittels ABS-Verkäufen Abschreibungsverluste vermeiden können. Die Möglichkeit, problematische Kredite mittels ABS an die EZB zu verkaufen, besteht übrigens ungeachtet des Umstandes, dass die ABS der Senior-Tranche (mit Ausnahme derjenigen aus Griechenland und Zypern) ein Rating mit Investmentgrade aufweisen müssen. Denn ABS können auch dann ein Rating von BBB- und besser erhalten, wenn die Kredite, die in ihnen gebündelt sind (oder jedenfalls ein großer Teil von ihnen) ein schlechteres Rating hat<sup>195</sup>. Die EZB bietet den Problembanken in den Krisenstaaten mit dem ABS-Ankaufprogramm also die Möglichkeit, sich ihrer Problemkredite zu entledigen. Die Risiken übernimmt die EZB im Namen der – nicht gefragten – Steuerzahler der Eurozone.

Dass es sich beim ABS-Ankaufprogramm um ein Subventionsprogramm für Banken handelt<sup>196</sup>, zeigt sich in besonderem Maße darin, dass die Sicherheitsstandards für ABS aus Griechenland und Zypern noch herabgesetzt sind. Gerade Banken, die besonders schlechte Kredite im Portfolio haben, sollen sie offenbar bei der EZB loswerden können.

Bankenförderung und Bankensubventionierung sind aber nicht Geldpolitik, sondern Wirtschaftspolitik. Das Bestreben, die Banken von ihren Risiken zu entlasten, ist Wirtschaftsförderung. Man kann darüber streiten, ob eine solche Politik sinnvoll ist oder ob es nicht viel besser wäre, Banken, die aus eigener Kraft nicht überlebensfähig sind, abzuwickeln. Wenn man sich aber für die Rettung, Subventionierung oder sonstige Förderung von Banken unter Einsatz öffentlicher Ressourcen entscheidet, dann ist das eine wirtschaftspolitisch zu begründende Entscheidung, die in der Demokratie parlamentarischer Legitimation bedarf.

#### ff) Vergemeinschaftung von Risiken für die Eurostaaten

Die EZB nimmt nicht nur den Banken ihre Risiken ab, sondern verlagert mit den ABS-Ankäufen auch Risiken der Staaten innerhalb der Eurozone. Objektiv bewirkt das ABS-Ankaufprogramm eine Vergemeinschaftung des Bankenrettungsrisikos<sup>197</sup>. In dem Maße,

---

<sup>195</sup> S.o. C.I.1.

<sup>196</sup> So auch *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht November 2014, S. 32, wenn auch vorsichtig formuliert: „Geldpolitische Ankäufe von Wertpapieren privater Emittenten können vielseitige Nebenwirkungen haben. So kann es, wenn die Ankaufpreise zu hoch ausfallen sollten, zu einem Ressourcentransfer mit Subventionscharakter an die Verkäufer kommen, durch den anderen Marktteilnehmer benachteiligt werden. [...] Die Ankündigung eines konkreten hohen Zielvolumens für die Bilanzsumme der Notenbank könnte die vorgenannten Nebenwirkungen noch deutlich verstärken.“

<sup>197</sup> S.o. C.I.3.bb) (4.2).

in dem die EZB Geschäftsbanken Kredite in Form von ABS abkauft und damit die Ausfallrisiken übernimmt, entlastet sie die Sitzstaaten von dem Risiko, die betreffenden Banken notfalls mit Steuergeld retten zu müssen. Stattdessen überträgt sie das Ausfallrisiko indirekt auf die Gesamtheit der Eurostaaten, die gemäß ihrem Anteil am Kapital der EZB haften.

Die von der EZB angekauften ABS wirken somit wie Eurobonds<sup>198</sup>. Risiken, die vorher bei den einzelnen Staaten lagen, werden nun den Eurostaaten gemeinschaftlich aufgebürdet. Deutschland haftet künftig für die Problembanken in Spanien, Griechenland oder Italien mit.

Auch für eine solche Risikoumverteilung zwischen den Staaten hat die EZB kein Mandat. In welchem Umfang Staaten „solidarische“ Hilfe für andere Staaten unter Einsatz von Haushaltsmitteln in Höhe hoher Milliardenbeträge leisten wollen, muss von diesen politisch entschieden werden.

Umverteilungswirkungen können nur dann vom geldpolitischen Mandat umfasst sein, wenn sie unvermeidbare Folgen geldpolitischer Maßnahmen sind, wenn also die EZB ihre geldpolitischen Ziele unter Einsatz der ihr zustehenden geldpolitischen Instrumente nicht erreichen kann, ohne mittelbar Risikoumverteilungswirkungen hervorzurufen. Im konkreten Fall dürfte der EZB also kein anderes Instrument zur Verfügung stehen, mit dem sie ihr geldpolitisches Ziel nicht ebenso gut erreichen könnte, ohne vergleichbare Umverteilungswirkungen zu erzeugen.

Außerdem haben die Mitgliedstaaten mit der Gründung der Währungsunion im Vertrag von Maastricht nur solche Umverteilungswirkungen als Folgen der Geldpolitik implizit akzeptiert, die mit den damals bekannten Instrumenten der Geldpolitik regelmäßig verbunden waren – also Verteilungswirkungen der Herauf- oder Herabsetzung der Leitzinsen oder der Mindestreservesätze. Wenn die EZB jedoch – was ihr grundsätzlich nicht verboten ist – „unkonventionelle“ Instrumente erfindet, dann ergeben sich dafür Grenzen aus den Umverteilungswirkungen. Wenn ein neues Instrument zu ganz andersartigen und / oder zu sehr viel umfangreicheren Umverteilungswirkungen führt als die klassischen Instrumente, dann kann nicht davon ausgegangen werden, dass auch das Herbeiführen dieser Wirkungen durch die begrenzte Einzelermächtigung gedeckt ist, die die EZB von den Mitgliedstaaten im AEUV und in der ESZB-Satzung erhalten hat. Um solche neuartigen Umverteilungswirkungen aber geht es beim ABS-Ankaufprogramm.

#### gg) Gesamtbetrachtung und Ergebnis

Wie oben (aa) dargelegt, ist die Ausweitung der Geldbasis zur Deflationsbekämpfung zwar ein geldpolitisches Ziel. Jedoch gibt es zur Zeit keine Deflation, und es ist kaum plausibel,

---

<sup>198</sup> So auch z.B. *Wolfgang Münchau*, Der Eurobond kommt durch die Hintertür, Spiegel online 8.9.2014, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/ezb-anleihenankauf-bringt-eurobond-durch-die-hintertuer-a-990370.html> (abgerufen 20.11.2014).

dass zur präventiven Deflationsbekämpfung bereits jetzt „unkonventionelle Maßnahmen“ wie die ABS-Ankäufe notwendig sind.

Das Ziel, die geldpolitische Transmission zu verbessern, kann das Gewicht des Deflationsbekämpfungsarguments nicht verstärken. Wie oben (bb) gezeigt, ist dieses Ziel nicht geeignet, die geldpolitische Kompetenz für Maßnahmen zu begründen, die nicht aus anderen Gründen vom geldpolitischen Mandat der EZB umfasst sind. Entsprechendes gilt für die von der EZB nicht näher spezifizierten „positiven Übertragungseffekte für andere Märkte“, die sie sich vom ABSPP erhofft. Auch das Ziel, die Kreditversorgung der Wirtschaft im Euroraum zu erleichtern, ist nicht geeignet, das ABS-Ankaufprogramm als geldpolitisches Programm zu legitimieren (cc). Der Wiederaufbau des ABS-Marktes, den die EZB als weiteres Ziel des ABSPP angibt, ist eine eindeutig wirtschaftspolitische Aufgabe, die nicht zu den Kompetenzen der EZB gehört (dd). Und auch die Entlastung der Bankbilanzen durch Übernahme von Kreditrisiken auf die Bilanz der EZB ist eindeutig eine Maßnahme der Wirtschaftsförderung. Sie hat Subventionscharakter und greift in die Kompetenz der Eurostaaten für die Wirtschaftspolitik über (ee). Das ist ganz besonders evident im Hinblick auf die Ankäufe von ABS aus Griechenland und Zypern, für die die EZB niedrigere Sicherheitsanforderungen ausreichen lässt.

Als von der geldpolitischen Kompetenz der EZB gedeckt könnte das ABS-Ankaufprogramm somit allenfalls unter dem Aspekt angesehen werden, dass es der präventiven Deflationsbekämpfung dient. Das ist allerdings ein schwaches Argument, da es zur Zeit keine Deflation gibt und die Gefahr einer deflatorischen Entwicklung sehr gering ist. Außerdem ist die Auswirkung des ABSPP auf die Steigerung der Inflationsrate gering<sup>199</sup>. Für einen geringen geldpolitischen Effekt geht die EZB sehr hohe Risiken ein.

Dem steht der Umstand gegenüber, dass die Kehrseite der Deflationsprävention mittels ABS-Ankäufen die Entlastung der Bankbilanzen, insbesondere die Entlastung der Banken von ihren Problemkrediten ist. Diese Form der Bankenförderung wird ebenso wie die Ausweitung der EZB-Bilanz durch die ABS-Ankäufe unmittelbar bewirkt. Und hier handelt es sich nicht um Bagatelleffekte, sondern angesichts des angestrebten Volumens des Ankaufprogramms um eine riesige Subventionsaktion. Dieser Subventionscharakter der ABS-Ankäufe ist nicht ein bloßer Nebeneffekt einer geldpolitischen Maßnahme, sondern ein erklärter Hauptzweck.

Nach ihrer ausdrücklich erklärten subjektiven Motivation verfolgt die EZB mit ihrem ABS-Ankaufprogramm also ein geldpolitisches Ziel, dessen Notwendigkeit kaum plausibel ist und zu dessen Verwirklichung das ABS-Ankaufprogramm nicht wenig beiträgt, und sie verfolgt zugleich ein wirtschaftspolitisches Ziel, zu dessen Verwirklichung das Programm in hohem Maße geeignet ist. Dies spricht dafür, dass es der EZB in erster Linie um die Verwirklichung des wirtschaftspolitischen Ziels geht, denjenigen Banken zu helfen, die einen hohen Anteil an faulen Krediten in ihrem Portfolio haben.

---

<sup>199</sup> S.o. im Text bei Fn. 140.

Wäre nicht das Ziel, den Banken zu helfen, das eigentliche Motiv des ABS-Ankaufprogramms, dann hätte die EZB andere Möglichkeiten zur Ausweitung ihrer Bilanz ergreifen können, die mit geringeren Risiken für die EZB und damit letztlich für die Steuerzahler der Eurostaaten verbunden sind als die ABS-Ankäufe.

Wie oben dargelegt (ff), könnte die mit dem ABS-Ankaufprogramm verbundene Risikoverteilung zwischen den Eurostaaten beziehungsweise die Vergemeinschaftung der Haftungsrisiken allenfalls dann gerechtfertigt werden, wenn es sich um eine unvermeidbare Folge eines geldpolitischen Instruments handelte, die von den Mitgliedstaaten im Vertrag von Maastricht konsentiert worden wäre. Dies ist aber nicht der Fall. Die ungewöhnlichen Risikoverteilungen durch „unkonventionelle Maßnahmen“ sind nicht konsentiert. Und außerdem stehen der EZB andere Möglichkeiten der Bilanzausweitung zur Verfügung, die nicht mit Risikoverteilungen dieses Ausmaßes verbunden sind.

Zur Ausweitung der EZB-Bilanz und damit zur Vergrößerung der Geldbasis wäre es außerdem nicht notwendig, ABS aus Griechenland und Zypern zu kaufen. Die EZB würde denselben geldpolitischen Effekt erzielen, wenn sie uneingeschränkt nur solche ABS kaufte, die ihren allgemeinen Sicherheitsanforderungen entsprechen. Indem sie aber die Sicherheitsanforderungen an ABS aus Griechenland und Zypern herabgesetzt hat, offenbart sie, dass es ihr nicht um die Vergrößerung der Geldbasis geht, sondern dass das eigentliche Ziel des Programms die Förderung von Banken ist.

Wenn man alle diese Gesichtspunkte in ihrer Gesamtheit betrachtet, dann ist es evident, dass es der EZB mit diesem Programm in Wirklichkeit nicht um Deflationsprävention geht, sondern um Hilfe für die Banken, besonders in den Krisenstaaten. Somit ist es klar, dass die EZB mit dem ABS-Ankaufprogramm Wirtschaftspolitik und nicht Geldpolitik betreibt.

Hinzu kommt, dass das Ziel, die Inflation in die Nähe von 2 % zu bringen, nicht mit den materiellrechtlichen Vorgaben des AEUV vereinbar ist (dazu bereits oben im Abschnitt C.III.). Verfolgt die EZB aber ein Ziel, das mit ihrer Aufgabe, für Preisstabilität zu sorgen, nicht vereinbar ist, dann handelt sie auch unter diesem Aspekt außerhalb ihrer geldpolitischen Kompetenz.

#### **4. Ergebnis**

Die EZB verstößt mit ihrem ABS-Ankaufprogramm gegen das im AEUV und in der EZB-Satzung festgeschriebene Ziel, die Preisstabilität zu wahren. Das ABS-Ankaufprogramm dient nicht der Wahrung der Preisstabilität, sondern der Anhebung der Inflationsrate. Vor allem aber ist das ABS-Ankaufprogramm nicht durch das geldpolitische Mandat der EZB gedeckt. Die EZB greift mit diesem Programm rechtswidrig in die wirtschaftspolitische Kompetenz der Eurostaaten ein.

## V. Überschreitung des geldpolitischen Mandats durch das PSPP

Die EZB sagt, das EAPP – und damit insbesondere das QE-Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP) – diene „der Erfüllung des Mandats zur Gewährleistung von Preisstabilität“. Sie begründet dies damit, dass sie „den Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation“ begegnen wolle<sup>200</sup>. Die Inflationsdynamik sei schwächer als erwartet. Die Gesamtinflation sei zwar vor allem auf den starken Rückgang der Ölpreise zurückzuführen<sup>201</sup>, doch sei das Risiko von Zweitrundeneffekten auf die Lohn- und Preissetzung größer geworden. Da dies die mittelfristige Preisentwicklung negativ beeinflussen könne, sei eine starke geldpolitische Reaktion erforderlich<sup>202</sup>.

Die Wahrung der Preisstabilität ist die Hauptaufgabe der EZB und zweifellos ein geldpolitisches Ziel. Ob die EZB mit den Staatsanleihenkäufen im Rahmen des EAPP auf der Grundlage ihres Mandats handelt, hängt aber von weiteren Umständen ab. Zunächst müssen die Staatsanleihenkäufe ein vertraglich erlaubtes Instrument der Geldpolitik sein (1.-3.). Sodann müsste das, was die EZB tut, auch tatsächlich der Erreichung eines geldpolitischen Ziels dienen (4.). Insbesondere dürfen die Staatsanleihenkäufe nicht in Wirklichkeit der Staatsfinanzierung oder der Verfolgung anderer wirtschaftspolitischer Ziele dienen (6.). Voraussetzung für die Rechtmäßigkeit des Programms ist außerdem seine Verhältnismäßigkeit (5.). Außerdem dürfte sich die EZB mit dem Ankaufprogramm nicht über das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung hinwegsetzen (C.VI.). Und wenn das Ziel, das die EZB mit ihrem Ankaufprogramm objektiv verfolgt, ein geldpolitisches Ziel wäre, dann dürfte dieses Ziel inhaltlich nicht gegen die vertragliche Vorgabe verstoßen, die Preisstabilität zu wahren. Dass das Programm hiergegen verstößt, wurde oben (C.III.) schon gezeigt.

### 1. Staatsanleihenkäufe als mögliches Instrument der Geldpolitik

Um ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen, können sich die EZB und die NZBen gemäß Art. 18 Abs. 1 ESZB-Satzung der Instrumente der Offenmarktpolitik bedienen. Sie dürfen hierzu „auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie auf Euro oder sonstige Währungen lautende Forderungen oder börsengängige Wertpapiere sowie Edelmetalle endgültig [...] oder im Rahmen von Rückkaufvereinbarungen kaufen und verkaufen oder entsprechende Darlehensgeschäfte tätigen“. Unter diese Formulierung lässt sich auch der Erwerb von Staatsanleihen an den Sekundärmärkten subsumieren. Staatsanleihenkäufe sind somit ein mögliches Instrument der Geldpolitik.

---

<sup>200</sup> Pressemitteilung v. 22.1.2015 (Fn. 7).

<sup>201</sup> Draghi, Pressekonferenz v. 22.1.2015 (Fn. 9).

<sup>202</sup> Pressemitteilung v. 22.1.2015 (Fn. 7).



Ziel geldpolitischer Offenmarktgeschäfte ist regelmäßig die Zinsglättung am Geldmarkt. Ein steter, kurzfristiger Wechsel von Anleihenkäufen zu Verkäufen und umgekehrt wirkt stabilisierend auf die Zinsvolatilität. Indizien für geldpolitische Anleihenkäufe sind daher die Kurzfristigkeit des Haltens der betreffenden Papiere sowie der Ausgleich von Käufen und Verkäufen. Kommt es dagegen zu einem Ansteigen der Anleihenbestände der Zentralbank, ist dies ein Indiz für Staatsfinanzierung<sup>203</sup>.

Dass auch längerfristige Staatsanleihenkäufe der Verwirklichung geldpolitischer Ziele dienen können, ist ökonomisch betrachtet nicht ausgeschlossen. Denn mit dem Ankauf von Staatsanleihen erweitert die Zentralbank ihre Bilanz und vergrößert auf diese Weise die Zentralbankgeldmenge. Da sich dies tendenziell auf die Geldmenge auswirkt, die der Realwirtschaft zur Verfügung steht, sind Staatsanleihenkäufe unter Umständen ein Instrument der Geldmengensteuerung, also ein geldpolitisches Instrument.

Dieses Instrument steht der EZB aber nicht uneingeschränkt zur Verfügung. Auf jeden Fall ergibt sich eine Grenze aus dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Staatsanleihenkäufe tendieren dazu, die Finanzierungsbedingungen der Staaten zu erleichtern. Es gibt daher einen Überschneidungsbereich, in dem der Ausweitung der Geldmenge dienende Staatsanleihenkäufe ein geldpolitisches Ziel verfolgen, aber bereits die Staatsfinanzierung erheblich beeinflussen. Deshalb fragt sich, wann die sich des Instruments der Staatsanleihenkäufe bedienende Geldpolitik in monetäre Staatsfinanzierung umschlägt. Das wird unten (C.VI.) näher untersucht.

## 2. QE-Staatsanleihenkäufe als „unkonventionelle Maßnahme“

Unabhängig davon, ob Staatsanleihenkäufe, die – wie im Falle des PSPP – in riesigem Umfang zum Zwecke des „Quantitative Easing (QE)“ eingesetzt werden, als Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung gewertet werden können, stellt sich im Hinblick auf Volumen, Verteilungswirkungen und Risiken die Frage, ob sie zu den geldpolitischen Instrumenten gehören, an die die Vertragsstaaten des Vertrages von Maastricht gedacht haben, als sie Art. 18 ESZB-Satzung formulierten.

Dagegen spricht die bisherige Praxis der Zentralbanken. Im ersten Jahrzehnt der EZB hat es keine quantitativ relevanten Staatsanleihenkäufe gegeben. Staatsanleihenkäufe in dem Volumen, wie QE dies erfordert, gehören jedenfalls nicht zu den „normalen“ – den „konventionellen“ – Instrumenten der Geldpolitik. Es besteht offenbar Konsens darüber, dass dem QE dienende Staatsanleihenkäufe als „unkonventionelle Maßnahmen“ einzustufen sind<sup>204</sup>. Insbesondere die EZB selbst stuft Käufe von Staatsanleihen und anderen Wertpa-

---

<sup>203</sup> Vgl. *Manfred J. M. Neumann*, Auch Käufe von Staatsanleihen sind Staatsfinanzierung, FAZ v. 6.10.2012, S. 12.

<sup>204</sup> Vgl. z.B. *Heike Joebges / Maik Grabau*, Money for Nothing and the Risks for Free? Zu Erfolgen und Risiken der EZB-Geldpolitik in der Eurokrise, 2003, S. 23, <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/10041.pdf> (abgerufen am 9.2.2015); *Lars Feld*, Interview, in: FAZ v. 23.1.2015, S.15.

pieren zum Zweck der „geldpolitischen Lockerung“ als „unkonventionelle Maßnahmen“ ein<sup>205</sup>.

Generalanwalt *Cruz Villalón* bezeichnet als „unkonventionelle Maßnahmen“ solche Maßnahmen, die „der gewöhnlichen Praxis der EZB fremd“ sind<sup>206</sup>. Dies trifft für das Quantitative Easing zu. QE-Maßnahmen sind von der EZB bis vor kurzem nie ergriffen worden und schon deshalb außergewöhnlich und unkonventionell. In der Rechtssache Gauweiler u.a. hat der Generalanwalt den unkonventionellen Charakter des OMT-Programms auch damit begründet, dass aufgrund exogener Faktoren eine Ausnahmesituation gegeben sei, die unkonventionelle Maßnahmen nach Auffassung der EZB erfordere<sup>207</sup>. Es ist nicht klar, ob seiner Auffassung nach der Ausnahmecharakter generell ein Merkmal „unkonventioneller“ Maßnahmen ist, oder ob dies ein spezielles Charakteristikum des OMT-Programms sein soll. Jedenfalls hat nach der Begründung, die die EZB für das PSPP gegeben hat, auch dieses neue Staatsanleihenkaufprogramm Ausnahmecharakter: Die EZB reagiert mit ihm auf eine Situation, in der die konventionellen Instrumente der Geldpolitik nach Ansicht der EZB nicht mehr greifen, weil die Leitzinsen bereits bei Null liegen. Falls man den Generalanwalt so zu verstehen haben sollte, dass als „unkonventionelle Maßnahmen“ nur solche Maßnahmen einzustufen sind, die auf Ausnahmesituationen reagieren, dann wäre somit auch dieses Kriterium im Falle des EAPP erfüllt. Es handelt sich somit eindeutig um eine unkonventionelle Maßnahme.

Unkonventionelle Maßnahmen sind nicht von vornherein rechtswidrig. Die Satzung ermöglicht der EZB eine gewisse Flexibilität hinsichtlich der Wahl ihrer Instrumente. Dies wird besonders darin deutlich, dass sie sogar neue Instrumente erfinden darf. Dazu wird sie in Art. 20 ESZB-Satzung ermächtigt. Deshalb muss es ihr erst recht möglich sein, Instrumente einzusetzen, die zwar nicht zu den traditionellen – den „konventionellen“ – Instrumenten gehören, die aber dennoch in die Kategorien von Instrumenten eingeordnet werden können, die in Art. 18 ESZB-Satzung ausdrücklich genannt sind. Zu diesen gehören die Offenmarktgeschäfte, und Staatsanleihenkäufe am Sekundärmarkt gehören auch dann in

---

<sup>205</sup> Vgl. z.B. EZB-Präsident *Draghi*, Pressekonferenz v. 4.9.2014 (Fn. 1); *ders.*, Introductory statement to the press conference, Naples 2 Oct 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html> (abgerufen 9.2.2015); *Lorenzo Bini Smaghi* (Member of the Executive Board of the ECB), Conventional and unconventional monetary policy. Keynote lecture, Geneva, 28 April 2009, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html> (abgerufen 9.2.2015). – Bereits vor Beginn der QE-Ankaufprogramme hatte die EZB festgestellt, dass ihre als Reaktion auf die Finanzkrise ergriffenen, über die konventionellen Maßnahmen hinausgehenden „Sondermaßnahmen“ „in Art, Umfang und Größenordnung beispiellos sind“, EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2011, S. 98. Dies muss für die QE-Programme erst recht gelten. Während aber die nach der Finanzkrise ergriffenen „Sondermaßnahmen“ nach Darstellung der EZB „eine außergewöhnliche Antwort auf außergewöhnliche Umstände angesichts der ungewöhnlich hohen Unsicherheit und Instabilität an den Finanzmärkten“ waren (ebd.), die demgemäß nach Normalisierung der Lage zu beenden sind, scheinen die QE-Programme jetzt als nicht mehr mit einer Ausnahmelage begründetes, wenn auch „unkonventionelles“ Instrument der Geldpolitik aufgefasst zu werden.

<sup>206</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 120.

<sup>207</sup> Vgl. *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 121 f., 161.

diese Kategorie, wenn es sich nicht um „konventionelle“, sondern um „unkonventionelle“ Staatsanleihenkäufe handelt.

Das heißt andererseits aber nicht, dass jede unkonventionelle Maßnahme, die als Offenermarktgeschäft qualifiziert werden kann, rechtmäßig und durch das geldpolitische Mandat der EZB gedeckt ist.

Freilich hat Generalanwalt *Cruz Villalón* in bezug auf das OMT-Programm keine generellen Einschränkungen für unkonventionelle Maßnahmen formuliert, sondern lediglich eine Verhältnismäßigkeitsprüfung gefordert und als notwendige Voraussetzung für eine solche Prüfung eine ausreichende Begründung sowie eine konkrete Festlegung des Programms in einem Rechtsakt<sup>208</sup>. Das Vorabentscheidungsersuchen des Bundesverfassungsgerichts gab aber auch keinen Anlass, auf generelle Grenzen unkonventioneller Maßnahmen einzugehen, da das Bundesverfassungsgericht seine Auffassung, die EZB habe mit dem OMT-Programm ihre Kompetenzen überschritten, nicht auf immanente Grenzen der geldpolitischen Zuständigkeit, sondern auf die Überschreitung der Grenze zur Wirtschaftspolitik gestützt hatte. Der Stellungnahme des Generalanwalts in der Rechtssache Gauweiler u.a. lässt sich also nicht entnehmen, dass es keine immanenten Grenzen der geldpolitischen Kompetenz im Hinblick auf unkonventionelle Maßnahmen gibt.

Dass der AEUV nicht uneingeschränkt zu unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen ermächtigt, sondern dass es immanente Grenzen der Geldpolitik gibt, soll im folgenden Abschnitt gezeigt werden.

### **3. Grenzen des EZB-Mandats bezüglich „unkonventioneller Maßnahmen“**

#### **a) Grenzen „unkonventioneller Maßnahmen“ in einer Währungsunion**

aa) Unterschiede zwischen der Zentralbank einer Währungsunion und der Zentralbank eines souveränen Staates

Als „Quantitative Easing“ (QE) bezeichnete Staatsanleihenkäufe sind vor allem von der amerikanischen und der japanischen Zentralbank in großem Umfang vorgenommen worden. Diese „unkonventionellen Maßnahmen“ gelten in der Öffentlichkeit mittlerweile als übliche Mittel, die Zentralbanken ergreifen, um deflationäre Tendenzen zu bekämpfen und das Wirtschaftswachstum zu fördern. Daher meinen offenbar viele, wenn die Fed und andere Zentralbanken dieses Mittel einsetzen dürften, dann sei es doch selbstverständlich, dass die EZB dies ebenfalls darf. Dabei wird aber übersehen, dass es sich um ein neues Mittel der Zentralbankpolitik handelt, das vor wenigen Jahren noch nicht zum Instrumentarium von Zentralbanken gehörte, und dass die Rechtsgrundlagen der Zentralbanken in den USA, Japan oder dem Vereinigten Königreich sich wesentlich von den Rechtsgrundlagen

<sup>208</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 161, 162, 164. – Zu diesen Anforderungen näher bereits oben im Abschnitt B.II.1.c).

der EZB unterscheiden. Deshalb soll – nach einer kurzen Darstellung der Praxis des QE – im folgenden zunächst auf diese Unterschiede eingegangen werden.

Staatsanleihenkäufe in großem Umfang, die der „geldpolitischen Lockerung“ („quantitative easing“ – QE) dienen, gehören, wie gesagt, nicht zu den herkömmlichen Instrumenten der Geldpolitik. Sie sind erstmals von der japanischen Zentralbank (Bank von Japan) seit März 2001 eingesetzt worden<sup>209</sup>. Aber das blieb noch lange eine exotische Ausnahme. Andere Zentralbanken entwickelter Industriestaaten begannen erst in Reaktion auf die 2007 beginnende Finanzkrise, dieses Instrument einzusetzen – zuerst die US-amerikanische Fed<sup>210</sup>, die ihr erstes QE-Programm am 25.11.2008 verkündete. Das damals gestartete erste QE-Programm umfasste den Ankauf von durch Hypotheken gesicherten Wertpapieren (Mortgage Backed Securities – MBS) im Volumen von bis zu 600 Mrd. Dollar<sup>211</sup>. Am 18.3.2009 kündigte der Offenmarktausschuss (Federal Open Market Committee – FOMC) an, das Programm um zusätzliche 750 Mrd. Dollar zum Erwerb von MBS zu erweitern. Außerdem wurden erstmals im Rahmen von QE Staatsanleihenkäufe – und zwar Käufe von US-Staatsanleihen im Volumen von 300 Mrd. Dollar – angekündigt<sup>212</sup>. Dies war eine außerordentliche Maßnahme, die damals für weltweit großes Aufsehen sorgte und heiß diskutiert wurde. Der damalige Fed-Präsident Ben Bernanke machte mit dieser Entscheidung Furore. Das von ihm initiierte Staatsanleihenankaufprogramm wurde als etwas völlig Neues wahrgenommen, als ein Experiment ohne Beispiel<sup>213</sup>. Es war völlig klar, dass QE bisher nicht zum Arsenal westlicher Notenbanken gehört hatte und dass Bernanke ein ganz neues Instrument erstmalig in den USA zum Einsatz brachte.

---

<sup>209</sup> Vgl. *Masaaki Shirakawa*, One Year Under “Quantitative Easing”, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2002, S. 1, <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/2002/02-E-03.pdf> (abgerufen 18.2.2015).

<sup>210</sup> Ich folge der gebräuchlichen Redeweise, von der Fed im Femininum zu sprechen (Federal Reserve Bank); korrekt wäre eigentlich „das Fed“ (Federal Reserve System).

<sup>211</sup> Board of Governors of the Fed, Press Release Nov. 25, 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm> (abgerufen 1.3.2015); Press Release Dec. 16, 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081216b.htm> (abgerufen 1.3.2015).

<sup>212</sup> Board of Governors of the Fed, Press Release March 18, 2009, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm> (abgerufen 1.3.2015).

<sup>213</sup> Vgl. *Gerald Braunberger*, Geldpolitik im Niemandsland. Ben Bernanke führt die Fed auf unbekanntes Terrain. Eine gesunde Rückkehr ist nicht sicher, FAZ v. 18.12.2008, S. 11: „Die von Ben Bernanke geleitete Führung der Notenbank, die nicht im Ruf eines Klubs von Abenteurern steht, beschreitet ein für die Geldpolitik fremdes und undurchsichtiges Terrain. An die Stelle traditioneller Geldmarktsteuerung durch Zinspolitik tritt eine ungehemmte Finanzierung der Wirtschaft durch die Notenpresse. Jede traditionelle Theorie betrachtet dies als eine Todsünde.“ – Außerdem z.B. The New York Times Dec. 15, 2008 (“As Rates Near Zero, the Fed Turns to Unproven Methods”), mit Zitat von *Richard Berner*, Chief economist bei Morgan Stanley: “This is a whole new world. You don’t have a whole lot of historical precedent for knowing how this is going to work and what the unintended consequences could be.”, <http://www.nytimes.com/2008/12/15/business/economy/15fed.html> (abgerufen 18.3.2015); *Justin Fox*, At the Fed, rate cuts aren’t where the action is any more. Quantitative easing is, Time.com, Dec. 16, 2008, <http://business.time.com/2008/12/16/at-the-fed-rate-cuts-arent-where-the-action-is-any-more-quantitative-easing-is/> (abgerufen 17.3.2015): “The Fed began conducting monetary policy in an entirely new way.”

Mit ihrem damals als revolutionär empfundenen Programm machte die Fed die Schleusen zu unbegrenztem „Gelddrucken“ auf. Denn das Programm konnte beliebig erweitert werden. So folgte auf QE 1, das bis März 2010 lief, am 3.11.2010 QE 2<sup>214</sup>. Im Rahmen dieses Programms wurden bis Ende Juni 2011 für 600 Mrd. Dollar langfristige US-Staatsanleihen (US Treasuries) gekauft, monatlich für 75 Mrd. Dollar. Das dritte und bislang letzte QE-Programm (QE 3) wurde am 13.9.2012 angekündigt<sup>215</sup> und im Oktober 2014 beendet<sup>216</sup>. Die Fed kaufte monatlich für 40 Mrd. Dollar MBS und für 45 Mrd. Dollar längerfristige US-Staatsanleihen – laut Ankündigung, bis sich der Arbeitsmarkt erheblich verbessert habe. Am 18.12.2013 kündigte der Offenmarktausschuss an, dass das Programm nach und nach auf 10 Mrd. Dollar pro Monat reduziert werde<sup>217</sup>.

Die einzige Zentralbank der westlichen Hemisphäre, die bislang in Sachen geldpolitischer Lockerung der Fed nacheiferte, scheint die britische Zentralbank, die Bank of England, zu sein. Sie startete im März 2009 ein Programm zum Ankauf von Unternehmensanleihen sowie von mittel- und langfristigen Staatsanleihen, zunächst im Umfang von 75 Mrd. Pfund<sup>218</sup>. Dieses Programm wurde mehrfach ausgeweitet. Im Juli 2012 beschloss das Monetary Policy Committee, das Ankaufprogramm auf eine Gesamtsumme von 375 Mrd. Pfund auszudehnen<sup>219</sup>.

Die Schweizer Nationalbank hat zwar ebenfalls Staatsanleihen angekauft, allerdings wohl größtenteils Fremdwährungsanleihen<sup>220</sup>. Der Umfang wurde anscheinend nicht bekanntgegeben<sup>221</sup>.

Vom Sonderfall Japan abgesehen, blieb QE somit im wesentlichen ein von den angelsächsischen Zentralbanken eingesetztes Instrument des elektronischen „Gelddruckens“. Aus anderen Staaten ist ein solches Vorgehen hingegen nicht bekannt.

---

214 Board of Governors of the Fed, Press Release Nov. 3, 2010, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm> (abgerufen 1.3.2015).

215 Board of Governors of the Fed, Press Release Sept. 13, 2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm> (abgerufen 1.3.2015).

216 Board of Governors of the Fed, Press Release Oct. 29, 2014, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm> (abgerufen 1.3.2015).

217 Board of Governors of the Fed, Press Release Dec. 18, 2013, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131218a.htm> (abgerufen 1.3.2015).

218 Vgl. Bank of England, Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting 4 and 5 March 2009, Rn. 41 f., <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/Documents/mpc/pdf/2009/mpc0903.pdf>.

219 <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2012/066.aspx> (abgerufen am 23.2.2015).

220 Vgl. z.B. FAZ v. 13.3.2009, Schweizer intervenieren aus Angst vor Deflation; NZZ v. 20.3.2009, Die Notenbanken öffnen die Schleusen, <http://www.nzz.ch/aktuell/startseite/die-notenbanken-oeffnen-die-schleusen-1.2228370> (abgerufen 1.3.2015); Die Welt, 8.8.2012, Schweizer Nationalbank kauft deutsche Schulden auf, <http://www.welt.de/wall-street-journal/article108517687/Schweizer-Nationalbank-kauft-deutsche-Schulden-auf.html> (abgerufen 1.3.2015); Zeit online, 25.9.2015, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-09/schweizerische-nationalbank-euro-krise> (abgerufen 1.3.2015).

221 Vgl. NZZ v. 20.3.2009 (Fn. 220).

Japan hat dieses Instrument in den letzten Jahren erneut in extremer Weise zum Einsatz gebracht. Die japanische Zentralbank kauft seit 2013 japanische Staatsanleihen für 80 Billionen Yen (752 Mrd. Euro) pro Jahr und weitet damit die Geldbasis jährlich um 16 % aus. Bei der Fed waren es auf dem Höhepunkt der quantitativen Lockerung 6,5 %. Und das übrigens ohne den erhofften konjunkturellen Erfolg. Die neuen massiven Staatsanleihenkäufe der japanischen Nationalbank sind eine der Säulen der „Abenomics“ – der von dem japanischen Ministerpräsidenten Abe seit 2013 mit Unterstützung der Bank of Nippon betriebenen Wirtschaftspolitik. Diese Politik versucht, mit riesigen kreditfinanzierten Konjunkturprogrammen die Wirtschaft anzukurbeln, und die Zentralbank stellt das Geld dafür zur Verfügung<sup>222</sup>.

Im Hinblick darauf, dass QE erstens neu ist und zweitens bisher nur von wenigen Zentralbanken eingesetzt wird, sollen im folgenden die rechtlichen Grundlagen der beteiligten Zentralbanken verglichen werden (1). Dabei bleibt Japan außer Betracht, weil die Sprachbarriere rechtliche Recherchen insoweit nur eingeschränkt zulässt; vor allem aber, weil die japanischen Staatsanleihenkäufe offensichtlich der Staatsfinanzierung dienen, die in der Europäischen Union verboten ist. – Sodann soll geprüft werden, wie sich generell die rechtlichen Rahmenbedingungen nationaler Zentralbanken von denen der Zentralbank einer Währungsunion unterscheiden (2).

## (1) Vergleich der Rechtsgrundlagen der angelsächsischen Zentralbanken und der EZB

### (1.1) Kompetenzen

Die Kompetenz der EZB ist auf die Währungs- und Geldpolitik beschränkt. Die EZB hat keine Kompetenz zu einer eigenständigen Wirtschafts- und Fiskalpolitik. Ihr primäres Ziel ist die Sicherung der Preisniveaustabilität. Wirtschaftspolitische Ziele der EU darf sie nur unterstützen, wenn sie dieses primäre Ziel dabei nicht gefährdet<sup>223</sup>. Demgegenüber ist für die Fed die Wahrung der Preisstabilität nur eines von mehreren Zielen. Anders als die EZB ist die Fed auch dafür zuständig, auf eine möglichst hohe Beschäftigungsquote und auf moderate langfristige Zinsen hinzuwirken (Federal Reserve Act Section 2A.). Demgemäß spielt die Unterscheidung zwischen Geldpolitik und Wirtschaftspolitik für die Fed praktisch keine Rolle. Was der Ankurbelung der Konjunktur dient, ist immer arbeitsmarktrelevant und somit vom Mandat der Fed gedeckt.

Ziele der Geldpolitik der Bank of England sind (a) die Wahrung der Preisstabilität und (b), dem untergeordnet, die Unterstützung der Wirtschaftspolitik der britischen Regierung, einschließlich ihrer auf Wachstum und Beschäftigung bezogenen Ziele (Bank of England Act

<sup>222</sup> Vgl. Jörg Hackhausen / Jan Mallien, Japans gescheitertes Geldexperiment, Handelsblatt, 19.11.2014, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/rezession-trotz-abenomics-japans-gescheitertes-geldexperiment/11001466.html> (abgerufen 26.2.2015).

<sup>223</sup> Vgl. BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 39 = BVerfGE 134, 366 (392 f.) – OMT-Vorlagebeschluss, m. Hinw. auf Art. 119 Abs. 1 und 2, Art. 127 Abs. 1 Satz 2 AEUV; Art. 2 Satz 2 ESZB-Satzung.

1998 Section 11). Insofern ist die geldpolitische Aufgabenstellung der Bank of England ähnlich formuliert wie diejenige der EZB. Außerhalb der Geldpolitik hat die Bank of England aber den Schutz und die Verbesserung der Finanzstabilität als eigenständige Aufgabe (Bank of England Act 1998 Sections 2A, 9A-9ZA). Das ist ein wesentlicher Unterschied, denn die EZB hat auf diesem Gebiet nur eine unselbständige Hilfskompetenz (Art. 127 Abs. 5 AEUV); zuständig sind in der Eurozone in erster Linie die „zuständigen Behörden“<sup>224</sup>.

Die geldpolitische Kompetenz ist – auch hinsichtlich der in Betracht kommenden Instrumente – nicht näher beschrieben oder rechtlich eingegrenzt. Die Wirtschaftspolitik, die die Bank of England zu unterstützen hat, wird hingegen genau konkretisiert – nämlich durch das Finanz- und Wirtschaftsministerium (Treasury). Dieses kann durch eine an die Zentralbank gerichtete schriftliche Mitteilung spezifizieren, welche Wirtschaftspolitik die Regierung verfolgt, und soll dies nach dem Gesetz mindestens einmal im Jahr tun (Bank of England Act 1998 Section 12).

Die Unterordnung der Förderung der Wirtschaftspolitik unter die Wahrung der Preisstabilität wird dadurch relativiert, dass das Ziel der Preisstabilität gesetzlich nicht strikt vorgegeben ist, sondern dass das Treasury bestimmt, was die Bank of England unter Preisstabilität zu verstehen hat. Auch dies soll nach dem Gesetz das Treasury mindestens einmal jährlich der Zentralbank mitteilen (Bank of England Act 1998 Section 12). Daraus ergibt sich, dass in England der Begriff der Preisstabilität sehr flexibel und politisch verstanden wird. Somit können auch in England Wirtschafts- und Geldpolitik nicht so strikt unterschieden werden, wie dies in der Europäischen Union möglich und notwendig ist.

### (1.2) Verbot der monetären Staatsfinanzierung

Soweit ersichtlich gibt es ein gesetzlich geregeltes Verbot der monetären Staatsfinanzierung weder in den USA noch in England, auch nicht in Japan.

### (1.3) Unabhängigkeit

Die Bank of England ist nicht als gesamte Institution unabhängig. Sie untersteht den Weisungen des Finanz- und Wirtschaftsministeriums (Treasury). Ausgenommen von dieser Weisungsbefugnis ist jedoch die Geldpolitik (Bank of England Act 1998 Section 10<sup>225</sup>). Es gibt also keine garantierte Unabhängigkeit, aber für die Geldpolitik eine Weisungsfreiheit. Auch diese ist nicht uneingeschränkt gewährleistet. Das Treasury hat eine Reservezuständigkeit für die Geldpolitik: Das Treasury kann der Bank durch Anordnung (order) Weisungen bezüglich der Geldpolitik erteilen, wenn es der Überzeugung ist, dass die Wei-

---

<sup>224</sup> Vgl. *Helmut Siekmann*, Missachtung rechtlicher Vorgaben des AEUV durch die Mitgliedstaaten und die EZB in der Schuldenkrise, in: Thomas M.J. Möllers / Franz-Christoph Zeitler (Hg.), *Europa als Rechtsgemeinschaft – Währungsunion und Schuldenkrise*, 2013, S. 101 (145, 146) = IMFS Working Paper No. 65 (2012), S. 38, 39.

<sup>225</sup> Diese Vorschrift mit der Überschrift „Operational responsibility“ lautet: “In section 4(l) of the Bank of England Act 1946 (power of the Treasury to give directions to the Bank), at the end there is inserted, ‘except in relation to monetary policy’.”

sungen im öffentlichen Interesse und aufgrund extremer ökonomischer Umstände erforderlich sind (Bank of England Act 1998 Section 19 [1]). Wie bereits erwähnt, hat das Treasury die Kompetenz, mit für die Zentralbank verbindlicher Wirkung zu bestimmen, was diese in der jeweiligen wirtschaftlichen Situation unter Preisstabilität zu verstehen hat (Bank of England Act 1998 Section 12). Wenn es die vornehmliche Aufgabe der Zentralbank ist, die Preisstabilität zu gewährleisten, aber die Regierung definiert, was Preisstabilität bedeutet, wird die Zentralbankpolitik von der Regierung gesteuert. Zwar genießt das Monetary Policy Committee (MPC) der Bank of England Weisungsfreiheit für die Geldpolitik, aber diese Weisungsfreiheit bezieht sich nur auf die Art und Weise, wie die von der Regierung vorgegebenen geldpolitischen Ziele, die das Treasury der Zentralbank in Form der Konkretisierung des Preisstabilitätsziels mitteilt, angestrebt werden. In England gehört die Geldpolitik somit in den Kompetenzbereich der Regierung, die die geldpolitischen Grundsätze festlegt<sup>226</sup>, während die eher technische Ausführung Sache der Zentralbank ist. Aber auch insoweit bedeutet die gesetzlich bestimmte Weisungsfreiheit nicht Unabhängigkeit. Die Bank of England hat sich nämlich gegenüber dem Schatzkanzler (Chancellor of the Exchequer) für ihre Geldpolitik zu verantworten: Wenn die Inflationsrate sich mehr als ein Prozent von dem vom Treasury vorgegebenen Inflationsziel entfernt, muss der Zentralbankgouverneur einen Brief an den Chancellor senden, in dem er die Entwicklung erklärt und erläutert, was die Zentralbank tut, um die geldpolitischen Ziele der Regierung zu erfüllen. Der Chancellor antwortet auf diesen Brief und teilt mit, ob seiner Meinung nach das Monetary Policy Committee angemessene Entscheidungen getroffen hat<sup>227</sup>.

Für die Fed gibt es keine verfassungsrechtliche und auch keine ausdrückliche gesetzliche Garantie der Unabhängigkeit. Umgekehrt sind Weisungsbefugnisse des Finanzministeriums oder der Regierung ebenfalls nicht ausdrücklich geregelt. Mangels gesetzlicher Grundlage für die Erteilung von Weisungen ist somit davon auszugehen, dass die Fed einfachgesetzlich Unabhängigkeit genießt. Soweit ersichtlich, gibt es keine Praxis von Weisungen, sondern der Board of Governors der Fed handelt weisungsfrei. Andererseits ist die Fed parlamentarisch verantwortlich (im Sinne der Pflicht, Rede und Antwort zu stehen und die Entscheidungen der Fed zu begründen und zu rechtfertigen). Die Verantwortlichkeit wird durch umfangreiche Berichts- und Erscheinungspflichten gegenüber dem Kongress verwirklicht. Der Präsident des Gouverneursrats ist verpflichtet, sich halbjährlich Anhörungen vor dem Kongress zu stellen; er kann von den zuständigen Ausschüssen außerdem zu weiteren Anhörungen zitiert werden (Federal Reserve Act Section 2B [a]). Außerdem muss der Gouverneursrat halbjährlich den zuständigen Kongressausschüssen einen schriftlichen Bericht vorlegen (Federal Reserve Act Section 2B [b]). In der Praxis muss der No-

---

<sup>226</sup> Vgl. hierzu z.B. auch *Chancellor of the Exchequer*, Review of the monetary policy framework, March 2013, [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/221567/ukecon\\_mon\\_policy\\_framework.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/221567/ukecon_mon_policy_framework.pdf) (abgerufen 27.2.2015).

<sup>227</sup> Vgl. Remit for the Monetary Policy Committee, 19 March 2014, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/chancellorletter140319.pdf> (abgerufen 27.2.2015).



tenbankchef sich im Kongress sehr kritischen Fragen stellen und sich sehr kritische Äußerungen der Abgeordneten und Senatoren anhören<sup>228</sup>.

Weder in den USA noch in England (im Vereinigten Königreich) noch in Japan ist die Stellung der Zentralbank in der Verfassung geregelt. Insbesondere ist dort ihre Unabhängigkeit nicht verfassungsrechtlich garantiert. Demgegenüber ist die Unabhängigkeit der EZB als Bestandteil der europäischen Währungsverfassung im AEUV abgesichert, ebenso die Unabhängigkeit der nationalen Zentralbanken des Eurosystems (Art. 130 AEUV).

## (2) Unterschiede der rechtlichen Rahmenbedingungen nationaler Zentralbanken und der Zentralbank einer Währungsunion

Für die rechtliche Beurteilung der Handlungen einer Zentralbank am Maßstab des Demokratieprinzips sind drei Aspekte von besonderer Bedeutung:

- Ist die Zentralbank unabhängig?
- Ist das Mandat der Zentralbank präzise umschrieben oder unbestimmt und offen gefasst?
- Hat die Zentralbankpolitik Auswirkungen auf die Budgethoheit der nationalen Parlamente?

Je nach Ausgestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen, die in einzelnen Staaten und in einer Währungsunion sehr unterschiedlich sein können, können auch Legitimationsanforderungen, die sich aus dem Demokratieprinzip ergeben, sehr unterschiedlich sein.

### (2.1) Unterschiede im Hinblick auf die Möglichkeit, den rechtlichen Rahmen zu ändern

In einem souveränen Staat ist der Rechtsrahmen für die Zentralbank gesetzlich bestimmt. Die betreffenden gesetzlichen Vorschriften können aber jederzeit geändert werden. Deshalb hat das Parlament es jederzeit in der Hand, der nationalen Zentralbank Grenzen zu setzen, wenn diese eine Geldpolitik betreibt, die den Rahmen dessen verlässt, was das Parlament der Zentralbank an Gestaltungsfreiraum zubilligen will. Wenn beispielsweise die Zentralbank neue, „unkonventionelle“ Maßnahmen trifft, mit denen zuvor niemand gerechnet hat, kann das Parlament sie stoppen, indem sie das geldpolitische Mandat präzisiert und derartige Maßnahmen ausschließt. Bleibt das Parlament untätig und sieht jahrelang zu, wie die Zentralbank solche unkonventionellen Maßnahmen durchführt, kann man davon ausgehen, dass es diese Maßnahmen billigt.

Die sehr unbestimmte Fassung des geldpolitischen Mandats einer nationalen Zentralbank wird also legitimatorisch weitgehend dadurch kompensiert, dass der Gesetzgeber das Mandat jederzeit konkretisieren und begrenzen kann.

---

<sup>228</sup> Vgl. etwa den Bericht „Die Fed verliert ihre Freunde in der Politik. Notenbankchefin Janet Yellen muss Rechenschaft über ihre Geldpolitik ablegen“, in: FAZ v. 24.2.2015, S. 16.

In England, wo das Treasury der Notenbank die Richtung vorgeben kann, gilt entsprechendes im Hinblick auf diese Einwirkungsmöglichkeit. So hat die Regierung die QE-Staatsanleihekäufe der Bank of England dadurch legitimiert, dass der Schatzkanzler (Chancellor of the Exchequer) als Chef des Treasury die Einrichtung der Asset Purchase Facility (APF) sowie den Einsatz der APF zu geldpolitischen Zwecken ausdrücklich genehmigt<sup>229</sup> und dann im weiteren das Ankaufprogramm in seiner jährlichen Anweisung (remit<sup>230</sup>) an die Notenbank regelmäßig gebilligt hat<sup>231</sup>.

Selbst wenn auf nationaler Ebene die Unabhängigkeit der Zentralbank in der Verfassung garantiert wäre – was, soweit ersichtlich, außerhalb der Europäischen Union in keinem bedeutenden Staat der Fall ist –, könnte jedenfalls durch Verfassungsänderung die Zentralbank gehindert werden, eine Politik zu treiben, die der parlamentarischen Mehrheit als nicht hinnehmbar erscheint.

Unabhängigkeit der Zentralbank und unbestimmt formuliertes Mandat führen somit in einem souveränen Staat nicht zu Problemen für die demokratische Legitimation, die sich nicht durch Änderungen der rechtlichen Grundlagen der Zentralbankpolitik einfangen ließen.

Dies ist in einer Währungsunion fundamental anders. Denn hier gibt es nicht einen Gesetzgeber, der den rechtlichen Rahmen der Zentralbankpolitik einfach ändern könnte. In der Europäischen Währungsunion sind die rechtlichen Grundlagen der EZB primärrechtlich festgelegt, im AEUV und in der ESZB-Satzung, also in völkerrechtlichen Verträgen. Weder das Europäische Parlament noch irgendein nationales Parlament können an diesen Grundlagen rütteln. Geändert werden könnten sie nur durch eine Vertragsänderung. Diese setzt Einstimmigkeit unter allen Mitgliedstaaten voraus. Dieses Erfordernis ist wesentlich schwerer zu erfüllen als eine Verfassungsänderung auf nationaler Ebene, zumal es immer einzelne Staaten geben wird, die von einer bestimmten Politik der EZB besonders profitieren, so dass mit ihrer Zustimmung zu einer Eingrenzung der Kompetenzen nicht zu rechnen ist. Das heißt, dass gerade dann, wenn es um eine umstrittene extensive Inanspruchnahme von Kompetenzen durch die EZB geht, eine präzisierende Konkretisierung des Rechtsrahmens nicht möglich sein wird.

Allerdings gibt es für manche Bestimmungen der ESZB-Satzung ein vereinfachtes Vertragsänderungsverfahren (Art. 129 Abs. 3 AEUV). Für die Geldpolitik relevant ist die Möglichkeit, die Art. 18 und 19.1 ESZB-Satzung im vereinfachten Verfahren zu ändern. Im Zusammenhang mit QE-Programmen wäre Art. 18 ESZB-Satzung relevant, der die Ermächtigung zu Offenmarktgeschäften enthält. Insofern könnte der Unionsgesetzgeber

---

<sup>229</sup> Vgl. die Darstellung auf der Homepage der Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/facility.aspx> (abgerufen 27.2.2015).

<sup>230</sup> Vielleicht am besten mit „Aufgabenbeschreibung“ zu übersetzen.

<sup>231</sup> Vgl. Remit for the Monetary Policy Committee, March 2010, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/chancellorletter100421.pdf>; March 2014, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/chancellorletter140319.pdf> (abgerufen 27.2.2015), S. 2.

eine Präzisierung und Konkretisierung vornehmen und Offenmarktgeschäfte zum Zwecke des Quantitative Easing verbieten oder begrenzen oder von bestimmten Voraussetzungen abhängig machen. Daher ließe sich sagen, dass die Einwirkungsmöglichkeiten des Gesetzgebers auf den Rechtsrahmen der EZB gerade im Hinblick auf Offenmarktgeschäfte den Einwirkungsmöglichkeiten der Gesetzgeber in souveränen Staaten ähneln. Dieser Überlegung ist jedoch folgendes entgegenzuhalten:

- Das Initiativrecht für Änderungen der Satzung im vereinfachten Verfahren steht nur der EZB selbst oder der Kommission zu, nicht hingegen dem Europäischen Parlament. Da die EZB nicht die Initiative ergreifen wird, ihre eigenen Handlungsoptionen einzugrenzen, kann diese Alternative außer Betracht bleiben. Das Parlament müsste also die Kommission überzeugen, eine Initiative zu ergreifen. Es ist daher sehr unwahrscheinlich, dass es zur Wahrnehmung dieser Möglichkeit praktisch kommt. Abgesehen davon, dass mit der Notwendigkeit des Zusammenwirkens beider Organe die Hürde für ein solches Gesetzgebungsvorhaben sehr hoch ist, ist die Möglichkeit einer Änderung des Art. 18 ESZB-Satzung vom Tätigwerden eines demokratisch höchst unvollkommen legitimierten Exekutivorgans abhängig. Diese Möglichkeit bleibt also weit hinter den Möglichkeiten eines Parlaments in einem souveränen Staat mit eigener Zentralbank zurück.
- Die Möglichkeit, im vereinfachten Vertragsänderungsverfahren Voraussetzungen, Zwecke und Umfang von Offenmarktgeschäften durch Änderung von Art. 18 ESZB-Satzung zu präzisieren, kann von der EZB durch einen Beschluss nach Art. 20 ESZB-Satzung überspielt werden. Diese Vorschrift ermächtigt die EZB zum Einsatz „anderer Instrumente der Geldpolitik“, also solcher Instrumente, die in den vorstehenden Artikeln nicht genannt sind. Falls QE-Staatsanleihenkäufen durch Änderung von Art. 18 ESZB-Satzung im Rahmen der Offenmarktpolitik ausgeschlossen würden, könnte die EZB sie als neue Kategorie gemäß Art. 20 ESZB-Satzung wieder einführen. Art. 20 ESZB-Satzung aber kann im vereinfachten Vertragsänderungsverfahren nicht geändert werden.
- In der Europäischen Union geht die demokratische Legitimation vornehmlich von den Mitgliedstaaten aus, insbesondere von den nationalen Parlamenten<sup>232</sup>. Diese haben kein Gesetzesinitiativrecht auf Unionsebene und keine Möglichkeit, eine Änderung von Art. 18 ESZB-Satzung im vereinfachten Vertragsänderungsverfahren durchzusetzen.

Somit bleibt es dabei, dass es ungleich schwerer ist, in der Europäischen Währungsunion eine Änderung des Rechtsrahmens der Zentralbank durchzusetzen als dies für die Parlamente in souveränen Staaten mit eigener Zentralbank der Fall ist.

---

<sup>232</sup> BVerfGE 89, 155 (186) – Maastricht; vgl. auch BVerfGE 123, 267 (349, 368) – Lissabon.

## (2.2) Unterschiede im Hinblick auf parlamentarische Einwirkungsmöglichkeiten

Ist das Mandat einer Zentralbank sehr weit gefasst, kann die Unabhängigkeit (sofern sie in dem betreffenden Staat garantiert ist) legitimatorisch problematisch sein. Denn während ein sehr eng auf allein mit ökonomischem Sachverstand zu entscheidende Fragen begrenztes Mandat expertokratisch legitimiert werden kann, werden die Grenzen dessen, was als Ausnahme vom Prinzip der demokratischen Legitimation noch hinnehmbar ist, überschritten, wenn die Zentralbank – bei garantierter Unabhängigkeit – ein weit gefasstes Mandat hat, innerhalb dessen auch richtungsbestimmende politische Wertentscheidungen oder Entscheidungen mit fiskalpolitischer Bedeutung getroffen werden können. Hat aber der Gesetzgeber die Möglichkeit einzugreifen und der Zentralbank bestimmte Maßnahmen zu untersagen, ist eine sehr offene und weite Fassung des Mandats weit weniger problematisch als wenn diese Möglichkeit nicht besteht.

Auch unter diesem Aspekt gibt es wesentliche Unterschiede zwischen der EZB und Zentralbanken souveräner Staaten. In einem Staat mit weit gefasstem Mandat der Zentralbank sind parlamentarische Einflussnahmen und Grenzziehungen auch dann möglich, wenn die Zentralbank nach der Gesetzeslage Unabhängigkeit genießt und innerhalb ihres Mandats handelt, während in der Europäischen Währungsunion jede politische Einflussnahme und erst recht jede verbindliche Entscheidung in bezug auf die – im Rahmen des Mandats bleibende – Geldpolitik ausdrücklich verboten sind und die EZB sich gegen solche Einflussnahmen vor dem Europäischen Gerichtshof wehren könnte.

Ein Beispiel für einen Staat mit einer nach Gesetzeslage unabhängigen Zentralbank sind die USA<sup>233</sup>. Die Fed hat auf der Basis ihrer Unabhängigkeit auch ihre QE-Politik eigenverantwortlich beschlossen. Jedoch könnte sie vom Kongress jederzeit durch Gesetz gestoppt werden. In der Praxis gibt es auch heftige Kritik unter den Kongressmitgliedern an der Politik der Fed, und immer wieder werden Gesetzesinitiativen vorbereitet, um die Politik der Fed zu kanalisieren, zu begrenzen oder auf bestimmte ökonomische Regeln festzulegen<sup>234</sup>. Dass diese Gesetzesinitiativen zur Zeit keinen Erfolg haben, zumal Präsident Obama zur Zeit der Fed Rückendeckung gibt und mit seinem Veto ein Gesetz verhindern könnte, wenn das Veto nicht durch eine qualifizierte Mehrheit überstimmt würde, zeigt zwar, dass die Fed zur Zeit politisch freie Hand hat und dass im Gewaltenteilungsgefüge der US-Verfassung sich die einfache parlamentarische Mehrheit nicht immer durchsetzen kann, wenn der – eigenständig demokratisch legitimierte – Präsident anderer Auffassung ist. Dies ändert aber nichts daran, dass die demokratisch legitimierten politischen Organe die Möglichkeit haben, die Fed an einer Geldpolitik zu hindern, die sie nicht mittragen wollen. Umgekehrt haben sie jederzeit auch die Möglichkeit, die Handlungsspielräume der Fed zu erweitern, wenn ihnen dies als sinnvoll erscheint. Beispielsweise hat der Kongress während der Finanzkrise 2008 der Fed die – vorher nicht gegebene – Möglichkeit eingeräumt, den Banken Zinsen für bei der Fed gehaltene Einlagen (Mindestreserven und dar-

---

<sup>233</sup> S.o. C.I.3.a) aa) (1.3).

<sup>234</sup> Vgl. den Bericht „Die Fed verliert ihre Freunde in der Politik“, FAZ v. 24.2.2015, S. 16.

über hinausgehende freiwillige Reserven) zu zahlen<sup>235</sup>. Das von der Fed einsetzbare Instrumentarium steht somit unter der Kontrolle des Gesetzgebers.

### (2.3) Unterschiede im Hinblick auf die Demokratierelevanz des Verbots der monetären Staatsfinanzierung

Das Bundesverfassungsgericht sieht das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung als zentralen Baustein der Währungsunion an und betrachtet es als ein „wesentliches Element zur unionsrechtlichen Absicherung der verfassungsrechtlichen Anforderungen aus Art. 20 Abs. 1 und Abs. 2 i.V.m. Art. 79 Abs. 3 GG“<sup>236</sup>. Das Bundesverfassungsgericht hat die Funktion, die dieses Verbot zur Wahrung des Demokratieprinzips, insbesondere zur Wahrung der Haushaltsautonomie des Deutschen Bundestages, hat, nicht erläutert. Innerhalb eines souveränen Staates mit eigener Zentralbank ist ein solches Verbot zur Absicherung der Haushaltsautonomie des Parlaments offenbar nicht notwendig. In Staaten außerhalb der Europäischen Währungsunion gibt es ein solches Verbot nicht. Wenn Parlament und Regierung der Auffassung sind, dass sie den Haushalt über die Zentralbank finanzieren wollen, dann ist dies ökonomisch höchst problematisch und möglicherweise auch mit der Eigentumsgarantie unvereinbar. Aber ein Problem demokratischer Legitimation ist darin nicht zu sehen<sup>237</sup>. In einer Währungsunion aus verschiedenen Staaten mit je eigenständiger Wirtschafts-, Sozial- und Finanzpolitik ist die Lage anders: Wenn einzelne Staaten ihre Defizite mit Hilfe ihrer nationalen Zentralbank oder mit Hilfe der EZB finanzieren dürften, würden damit die entsprechenden Haushaltsrisiken letztlich auf die anderen Eurostaaten umverteilt (dazu im einzelnen unten C.VIII.1.b), ohne dass Parlamente der damit belasteten Staaten dies genehmigt hätten oder verhindern könnten. Außerdem könnten einzelne Eurostaaten die Zentralbankgeldmenge ohne Beteiligung der anderen Mitgliedstaaten erhöhen. Dies könnte der Inflation Vorschub leisten, ohne dass die anderen Parlamente auf diese Entwicklung Einfluss hätten<sup>238</sup>. Der Ansicht des Bundesverfassungsgerichts, dass in der Europäischen Währungsunion das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung zur Absicherung des Demokratieprinzips notwendig und daher strikt beachtet werden muss, ist daher zuzustimmen. In Staaten ohne Währungsunion bedarf es einer solchen Absicherung nicht.

### (2.4) Unterschiede im Hinblick auf Umverteilungswirkungen

Ein weiterer Unterschied zwischen nationalen Zentralbanken und der EZB besteht darin, dass die Notenbank eines souveränen Staates im Rahmen eines QE-Programms typischer-

<sup>235</sup> Emergency Economic Stabilization Act of 2008, Public Law 110-343-Oct. 3, 2008 – 122 STAT. 3765, Sec. 128, i.V.m. Financial Services Regulatory Relief Act of 2006 (12 U.S.C. 461) Sec. 203; dazu Fed, Press Release Oct. 6, 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081006a.htm>. (abgerufen 15.3.2015); vgl. auch *Fox* (Fn. 213).

<sup>236</sup> *BVerfG*, Urt. v. 12.9.2012 – 2 BvR 1390/12 u.a., Rn. 220, 276 = *BVerfGE* 132, 195 (244, 266) – ESM-Eilentscheidung; vgl. auch *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 129 = *BVerfGE* 129, 124 (181) – EFSF/EFSM.

<sup>237</sup> *Christopher Mensching*, Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung in Art. 123 Abs. 1 AEUV – eine kritische Bestandsaufnahme, *EuR* 2014, S. 333 (337).

<sup>238</sup> *Mensching* (Fn. 237).

weise Staatsanleihen des eigenen Staates kauft. Die Fed kauft nie Anleihen der einzelnen US-Staaten, sondern nur Federal Bonds, also Anleihen der US-Regierung, aber nicht beispielsweise Kaliforniens. Die Bank of Nippon kauft Anleihen Japans, die Bank of England kauft UK government securities (gilts). Deshalb führen die Käufe der Zentralbank eines souveränen Staates nicht zu Umverteilungseffekten zwischen den verschiedenen Staaten und auch nicht zu einer Haftungsvergemeinschaftung. Die EZB hingegen kauft nicht Euro-Bonds – solche gibt es gar nicht –, sondern Anleihen der einzelnen Eurostaaten. Dies kann, je nach Ausgestaltung des Anleihenkaufprogramms, zu einer Vergemeinschaftung der Haftung für die Staatsschulden und / oder zu einer Umverteilung von Ausfallrisiken führen. Im Falle des PSPP hat die EZB vordergründig „nur“ – aber immerhin – eine Teilvergemeinschaftung von 20 % des Gesamtrisikos vorgenommen, die aber bei genauerer Betrachtung sich als noch viel größer herausstellen kann. Das wird unten noch im einzelnen dargestellt (C.VIII.1.b bb).

### (3) Konsequenzen in bezug auf die Vereinbarkeit mit dem Demokratieprinzip

Die dargelegten Unterschiede zwischen den hier betrachteten Zentralbanken souveräner Staaten einerseits und der EZB als der Zentralbank einer Währungsunion andererseits hinsichtlich sowohl des Umfangs der Kompetenzen als auch des Grads der Unabhängigkeit, der Einwirkungsmöglichkeiten der politischen Organe, der Möglichkeiten der Änderung des Rechtsrahmens und der Verteilungswirkungen geldpolitischer Entscheidungen machen evident: Aus der QE-Praxis anderer Zentralbanken kann nicht gefolgert werden, dass QE-Staatsanleihenkäufe vom geldpolitischen Mandat der EZB gedeckt sind. Vielmehr gibt es besondere Umstände, die QE-Programme in anderen Staaten unter dem Aspekt demokratischer Legitimation als akzeptabel erscheinen lassen, während diese legitimationsbegründenden Umstände in der Europäischen Währungsunion nicht gegeben sind.

Die Unabhängigkeit einer Zentralbank bewirkt, dass sie aus dem demokratischen Legitimationsprozess ausgeklint ist und sich nur expertokratisch legitimieren kann. Dies erfordert eine präzise und im Zweifel eng auszulegende Begrenzung ihres Mandats. Ist hingegen eine Zentralbank nicht unabhängig, sondern Weisungen der Regierung unterworfen, so ist sie in den demokratischen Legitimationsprozess eingebunden. Dann ist es ein weniger großes Problem, dass ihr Mandat nicht präzise bestimmt ist.

Bei den hier in den Blick genommenen Zentralbanken gibt es keine präzise Eingrenzung des Mandats. Was „Geldpolitik“ ist, wird nicht näher definiert. Soweit eine Zentralbank in ihren Entscheidungen an die Regierungspolitik angebunden ist, ist die Unbestimmtheit des Mandats unter Legitimationsgesichtspunkten kein großes Problem – so in England und offenbar erst recht (ohne dass dies hier näher belegt werden kann) in Japan. Dort wird die Richtung der Geldpolitik von der Regierung bestimmt und legitimiert. In den USA agiert die Fed zwar ohne rechtlich geregelte Anbindung an die Regierungspolitik, aber durch die politischen Rechtfertigungszwänge auch nicht völlig unabhängig. Außerdem hat der Kongress rechtlich stets die Möglichkeit, durch Gesetz eine von ihm nicht mitgetragene Politik der Fed zu stoppen oder auf andere Weise – Handlungsmöglichkeiten eröffnend oder ein-

grenzend – auf die Politik der Fed einzuwirken. Wenn also die Grenzen zwischen Geldpolitik und Wirtschaftspolitik in jenen Ländern unklar sind, spielt dies legitimatorisch keine große Rolle. Bei der Fed kommt hinzu, dass ihr Mandat sich nicht auf die Geldpolitik beschränkt, sondern gleichberechtigt auf die Wirtschaftspolitik (Beschäftigungspolitik) erstreckt, so dass auch insoweit eine klare Abgrenzung nicht als notwendig erscheint.

Von den Zentralbanken der genannten Länder unterscheidet sich die EZB rechtlich in mehrfacher Hinsicht: Ihre Unabhängigkeit ist primärrechtlich garantiert und steht nicht zur Disposition des europäischen Gesetzgebers. Legale Einwirkungsmöglichkeiten der politischen Organe der Europäischen Union oder der Regierungen oder Parlamente der Eurostaaten auf die Geldpolitik gibt es nicht. Die Geldpolitik der EZB kann somit nicht in der Weise indirekt demokratisch legitimiert werden, wie dies bei den anderen Zentralbanken möglich ist. Deshalb ist in der Europäischen Währungsunion anders als in den genannten Staaten außerhalb der Europäischen Union eine strikte Unterscheidung von Geldpolitik und Wirtschaftspolitik sowie eine strikte Einhaltung der Grenzen des geldpolitischen Mandats notwendig. Ultra-vires-Handlungen der EZB verletzen in jedem Fall das Demokratieprinzip, während vergleichbare Handlungen der Zentralbanken anderer Staaten durch ihr Zusammenspiel mit Parlament und Regierung legitimatorisch aufgefangen werden können. Die größere und rechtlich sehr viel strikter garantierte Unabhängigkeit der EZB erfordert zwingend eine sehr viel striktere Beachtung der Kompetenzgrenzen.

Auch das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung ist eine Besonderheit der Europäischen Währungsunion. Nur in einer Währungsunion aus Staaten mit je eigenständiger Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik ist es notwendig, das Demokratieprinzip durch dieses Verbot und seine strikte Beachtung abzusichern (s.o. [2.3]). Rechtlich ist es daher völlig verfehlt, die Unbekümmertheit, mit der die angelsächsischen Staaten oder Japan monetäre Staatsfinanzierung betreiben, als „normal“ anzusehen und als Vorbild für die Europäische Währungsunion zu betrachten, an dem sich die EZB orientieren sollte.

bb) Die Unbestimmtheit des geldpolitischen Mandats der EZB und die Notwendigkeit eines historisch-konkreten Verständnisses

#### (1) Die Unbestimmtheit und Offenheit des Mandats

Die geldpolitische Kompetenz (das geldpolitische „Mandat“) der EZB ist im AEUV sehr unbestimmt formuliert und in der Satzung der EZB und des ESZB nur unvollkommen konkretisiert. Art. 127 Abs. 2 AEUV überträgt dem ESZB die Aufgabe, „die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen“. Innerhalb des ESZB ist die EZB für die Geldpolitik zuständig, während den nationalen Zentralbanken nur Vollzugsfunktionen zukommen (Art. 129 Abs. 1 und Art. 282 Abs. 2 Satz 1 AEUV). Für die Festlegung der Geldpolitik ist der EZB-Rat zuständig, während das Direktorium die Geldpolitik im Rahmen der vom EZB-Rat erlassenen Leitlinien und Beschlüsse ausführt und den nationalen Zentralbanken hierzu Weisungen erteilt (Art. 12.1. ESZB-Satzung).

Der Begriff der Geldpolitik wird im primären Unionsrecht nicht definiert. Was mit Geldpolitik gemeint ist, lässt sich aber systematisch, teleologisch und historisch konkretisieren. Geldpolitik ist Teil der Währungspolitik. Sie betrifft die internen Währungsangelegenheiten, während die Wechselkurspolitik die Außenbeziehungen zum Gegenstand hat<sup>239</sup>. Das Telos der Geldpolitik wird durch die Verträge sehr deutlich herausgestrichen: Die Wahrung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des ESZB (Art. 127 Abs. 1, 282 Abs. 2 Satz 2 AEUV, Art. 2 Satz 1 ESZB-Satzung). Daher lässt sich Geldpolitik beschreiben als Inbegriff derjenigen Maßnahmen, mit denen die Zentralbank zur Wahrung der Preisstabilität auf das Preisniveau einwirkt. Das ist allerdings keine vollständige Definition, denn Gegenstand der Geldpolitik sind vor allem Maßnahmen, die der Geldversorgung und der Kreditversorgung der Banken dienen. Die zielbezogene Beschreibung ist im übrigen zu offen, um Geldpolitik zu definieren. Denn auf das Preisniveau kann auch auf andere Weise als durch Geldpolitik eingewirkt werden, nämlich durch Wirtschafts- und Fiskalpolitik. Auch hierbei kann das Ziel stabiler Preise verfolgt werden. Daher ist es notwendig, die Geldpolitik gegenüber der Wirtschaftspolitik und der Fiskalpolitik abzugrenzen.

Wie oben gezeigt (C.V.3.a aa), ist diese Abgrenzung in bezug auf das Mandat von Notenbanken außerhalb der Eurozone nicht in jedem Fall üblich und rechtlich nicht notwendig. Für die Eurozone hingegen ist diese Abgrenzung elementar, weil hier die Grenze zwischen den Zuständigkeiten der EZB und denen der Mitgliedstaaten verläuft und weil angesichts der sehr stark garantierten Unabhängigkeit der Zentralbank nur ein eng verstandenes und rechtlich klar eingegrenztes Mandat mit dem Demokratieprinzip vereinbar ist.

Die Notwendigkeit der Unterscheidung von Währungspolitik (mit Geldpolitik als ihrem wichtigsten Teilgebiet) und Wirtschaftspolitik (sowie Fiskal- und Sozialpolitik) ergibt sich systematisch aus der Kompetenzverteilung zwischen Union und Mitgliedstaaten sowie aus dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Geldpolitik lässt sich demnach im Subtraktionsverfahren beschreiben als Inbegriff derjenigen Maßnahmen, mit denen die Zentralbank zur Wahrung der Preisstabilität auf das Preisniveau einwirkt und / oder die der Versorgung der Wirtschaft mit Geld beziehungsweise Kredit dienen und die weder der Wirtschaftspolitik zuzuordnen sind noch der monetären Staatsfinanzierung dienen.

Die Unschärfe des geldpolitischen Mandats folgt daraus, dass die Abgrenzung zwischen Geld- und Wirtschaftspolitik nicht einfach ist und dass auch die Frage, wann Maßnahmen der Zentralbank als monetäre Staatsfinanzierung zu qualifizieren sind, unterschiedliche Antworten zulässt.

Hinzu kommt, dass das geldpolitische Mandat inhaltlich auch durch die Instrumente bestimmt wird, die der Zentralbank zur Erreichung ihrer Ziele zur Verfügung stehen. Die Zentralbank darf keineswegs alles tun, was ihr zur Zielerreichung als sinnvoll und notwendig erscheint. Beispielsweise hat sie eindeutig nicht die Kompetenz, zur Vermeidung von Inflation oder Deflation Maßnahmen der Preisregulierung zu ergreifen und für Waren oder Dienstleistungen Höchst- oder Mindestpreise festzusetzen. Sie ist vielmehr auf die zentralbankspezifischen Instrumente verwiesen, die die Unionsverträge ihr zur Verfügung stellen.

---

<sup>239</sup> Vgl. z.B. *Hugo J. Hahn / Ulrich Häde*, Währungsrecht, 2. Aufl. 2010, § 17 Rn. 3.



Dies sind – von der Mindestreservepflicht abgesehen – vor allem Instrumente indirekter Beeinflussung.

Man könnte daran denken, im Sinne der deutschen Verwaltungsrechtsdogmatik insofern zwischen Aufgaben und Befugnissen zu unterscheiden und die Kompetenz für die Geldpolitik als umfassende Aufgabe zu verstehen, für deren Verwirklichung aber nur bestimmte Befugnisse – nämlich die Instrumente – zur Verfügung stehen. Ein solcher dogmatischer Ansatz würde aber den Besonderheiten der Europäischen Union und der EZB nicht gerecht. Denn das Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung verlangt eine möglichst genaue Beschreibung derjenigen Handlungsformen, zu denen ein Organ ermächtigt wird. Gerade dann, wenn die Aufgabe durch Angabe eines Ziels und nicht eines klar begrenzten Sachgebiets formuliert ist, ist die Eingrenzung durch Vorgabe bestimmter Handlungsformen erforderlich, damit die Kompetenz nicht zu einer uneingrenzbaren Blankettermächtigung ausgeweitet werden kann.

Was nun die möglichen Instrumente der Geldpolitik angeht, so werden in der ESZB-Satzung (Art. 17 ff.) zwar einige genannt, und zwar diejenigen, mit denen Zentralbanken typischerweise arbeiten. Der Katalog der Instrumente ist jedoch unter zwei – hier relevanten – Aspekten unscharf beziehungsweise offen formuliert:

- Die Kompetenz, börsengängige Wertpapiere zu kaufen (Art. 18.1. ESZB-Satzung), ist dem Wortlaut nach nicht auf die im Rahmen der Offenmarktpolitik bisher üblichen Geschäfte beschränkt. Wenn die EZB nun QE-Staatsanleihenkäufe auf diese Vorschrift stützen will, wird ihr ein Bedeutungsgehalt gegeben, der weit über das ursprüngliche Verständnis hinausreicht. Der Wortlaut ist also für eine sehr ausdehnende Auslegung offen.
- Art. 20 ESZB-Satzung ermächtigt die EZB, neuartige Instrumente zu erfinden und einzusetzen.

## (2) Die Notwendigkeit einer historisch-konkreten Interpretation

Wie oben gezeigt (C.V.3.a aa), ist eine derart offene Formulierung des Mandats einer Zentralbank relativ unproblematisch, wenn es sich um die Zentralbank eines Staates mit eigener Währung handelt. Denn dort kann der Gesetzgeber der Zentralbank jederzeit Grenzen setzen, wenn diese ihre Kompetenzen in expansiver – vom Gesetzgeber nicht vorausgesehener – Weise in Anspruch nimmt. In Staaten, in denen die Zentralbank nicht oder nur eingeschränkt unabhängig ist und in denen die Regierung die Geldpolitik steuern kann (wie in England), gibt es insoweit ohnehin kein Legitimationsproblem.

In einer Währungsunion wie der Europäischen Union hingegen, in der die Zentralbank primärrechtlich garantierte Unabhängigkeit genießt, führt ein offen formuliertes Mandat dazu, dass die Zentralbank ihre Kompetenzen weit über den Umfang hinaus ausdehnen kann, den die Mitgliedstaaten bei der Kompetenzübertragung ins Auge gefasst hatten. Eine derartige Kompetenzausweitung ist jedoch mit dem Demokratieprinzip unvereinbar, weil die Legitimation von den Völkern der Mitgliedstaaten ausgehen muss und sie nicht von diesen ausgeht, wenn die Zentralbank ihre Kompetenz selbständig ausdehnt.

Bei Übertragung der Kompetenz muss diese nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zwar nicht völlig starr festgelegt sein. Jedoch muss im Falle entwicklungsöffener Kompetenznormen das Integrationsprogramm erkennbar – also hinreichend bestimmt formuliert – sein, so dass eine juristische Kontrolle seiner Einhaltung möglich ist<sup>240</sup>. Ginge man demgegenüber davon aus, dass die Mitgliedstaaten der Zentralbank eine völlig offene Kompetenz zur quasi beliebigen Selbstaussdehnung geben *wollten*, dann wäre diese Kompetenzübertragung aus Sicht des deutschen Verfassungsrechts mit dem Demokratieprinzip des Grundgesetzes unvereinbar; eine solche Kompetenz hätte gemäß Art. 23 Abs. 1 GG nicht übertragen werden dürfen.

Ein Integrationsprogramm – also ein richtungsbestimmendes Programm – für die Weiterentwicklung der geldpolitischen Kompetenz ist nicht erkennbar. Die Geldpolitik ist bereits vollständig und ausschließlich der Union zugewiesen. Insofern besteht kein weiterer Integrationsbedarf. Und was die Handlungsformen angeht, ist die Ausdehnung oder Einschränkung des Spektrums verfügbarer Instrumente nicht eine Frage von mehr oder weniger Integration. Die insoweit offenen Vertragsformulierungen erlauben der EZB den Einsatz „unkonventioneller“ oder neuartiger Instrumente, soweit dies zur Erfüllung ihrer Aufgaben nötig ist. Diese Offenheit ist aber nur dann mit dem Prinzip hinreichender Bestimmtheit der Ermächtigung vereinbar, wenn sie so verstanden wird, dass keine Maßnahmen ergriffen werden dürfen, die von den Vertragsstaaten nicht vorhergesehen wurden und die

- zu einer wesentlichen Belastung der nationalen Haushalte führen können oder
- erhebliche Haushaltsrisiken für die Mitgliedstaaten mit sich bringen oder
- Haushaltsrisiken zwischen den Mitgliedstaaten in erheblichem Maße umverteilen oder
- außergewöhnlich große Verlustrisiken für die Zentralbank mit sich bringen oder
- erhebliche Auswirkungen auf die Staatsfinanzierung haben.

Alle diese Wirkungen sind in besonderem Maße demokratiesensibel und legitimationsbedürftig. Aus der Sicht des deutschen Verfassungsrechts hätte eine Blankoermächtigung zu Maßnahmen mit derartiger Wirkung nicht erteilt werden dürfen. Für andere Mitgliedstaaten muss sich dies im Prinzip ebenso darstellen. Daher ist davon auszugehen, dass die offen formulierten Normen, die das geldpolitische Mandat der EZB betreffen, so verstanden werden müssen, dass sie Maßnahmen mit derartigen Wirkungen nur dann erlauben, wenn die Mitgliedstaaten bei Vertragsschluss mit derartigen Maßnahmen rechnen mussten.

Deshalb bedarf das geldpolitische Mandat der EZB einer am möglichen Erwartungshorizont der Vertragsstaaten orientierten Auslegung. Dass es in gewisser Weise offen und entwicklungsfähig formuliert ist, ist insoweit unschädlich, als die Vertragsstaaten bei der Kompetenzübertragung der Weiterentwicklung des Instrumentariums rechnen mussten und

---

<sup>240</sup> Vgl. *BVerfG*, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 226, 236 = *BVerfGE* 123, 267 (347, 351) – Lisbon.

diese Weiterentwicklung in ihren die Kompetenzübertragung billigenden Willen aufgenommen haben. Davon kann ausgegangen werden, soweit neue Instrumente oder der „unkonventionelle“ Einsatz vorhandener Instrumente einerseits als notwendig zur Aufgabenerfüllung der EZB gerechtfertigt werden kann und andererseits nicht Wirkungen in bezug auf Haushaltsrisiken und Staatsfinanzierung (im Sinne der obigen Liste) haben, die über das Maß hinausgehen, welches herkömmliche, „konventionelle“ geldpolitische Maßnahmen mit sich bringen.

Eine demokratieverträgliche Interpretation des relativ offen formulierten geldpolitischen Mandats erfordert daher, dieses Mandat anhand einer Gesamtbetrachtung dessen zu konkretisieren, was bei Vertragsabschluss von den Vertragsstaaten als Geldpolitik angesehen wurde. Soweit der Kompetenzbereich der Geldpolitik und seines Instrumentariums nicht durch systematisch-teleologische Interpretation eingegrenzt werden können, muss er anhand der Fragen erfasst werden: Was war im Zeitpunkt des Vertragsschlusses – für die Vertragsstaaten erkennbar – Geldpolitik? Welche Instrumente standen der Zentralbank zur Verfügung? Neue und unkonventionelle Instrumente und Maßnahmen können allenfalls dann vom Mandat der EZB gedeckt sein, wenn sie im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf die nationalen Haushalte, auf die Staatsfinanzierung und auf die Risiken für die Preisstabilität sich nicht wesentlich von den herkömmlichen Instrumenten und Maßnahmen unterscheiden. Andernfalls muss davon ausgegangen werden, dass sie von der Kompetenzübertragung nicht umfasst sind und daher einer ausdrücklichen Ermächtigung durch die Mitgliedstaaten in Form einer Vertragsänderung bedürften.

Man kann diesen Interpretationsansatz als historisch-konkrete Interpretation bezeichnen. Damit ist nicht eine historische oder entstehungsgeschichtliche Interpretation in dem Sinne gemeint, dass anhand der entstehungsgeschichtlichen Materialien die Intention – der subjektive Wille – der Vertragsstaaten erforscht und als maßgeblich zugrunde gelegt wird. Vielmehr geht es darum, die objektiven Umstände zugrunde zu legen, aus denen sich in der konkreten historischen Lage des Vertragsschlusses für die Vertragsstaaten ergab, was Geldpolitik bedeutet und welche Handlungsoptionen eine Zentralbank zur Verwirklichung der geldpolitischen Ziele hat. Die Gesamtheit dieser Umstände, nämlich die damals übliche und den Vertragsstaaten bekannte Geldpolitik der Zentralbanken bildet den Erwartungshorizont der Vertragsstaaten im Hinblick auf das ab, was die EZB tun darf, wenn sie zur – vertraglich ja nicht definierten – Geldpolitik ermächtigt wird, soweit sich nicht etwas anderes aus dem ergibt, was die Vertragsstaaten in den Verträgen geregelt haben. Die historisch-konkrete Interpretation schließt also die Lücken, die eine systematisch-teleologische Interpretation der Vertragstexte noch offen lässt. Sie verhindert, dass die relative Offenheit der Vertragsbestimmungen über die geldpolitische Kompetenz und die Instrumente der Zentralbank zur Selbstermächtigung und zur Anmaßung einer Kompetenz-Kompetenz durch die Zentralbank missbraucht werden kann und dass diese Normen den Anforderungen des Demokratieprinzips an die Bestimmtheit der Ermächtigung nicht genügen. Sie verhilft den geldpolitischen Ermächtigungen zu der durch die Vertragstexte noch nicht hinreichend hergestellten Bestimmtheit, die Voraussetzung für die Übertragung von Hoheitsrechten jedenfalls dann ist, wenn diese an eine Institution übertragen werden, deren Unabhängigkeit primärrechtlich garantiert ist und die daher dem Prozess demokratischer Legitimation und Kontrolle entzogen ist.

cc) Grenzen des geldpolitischen Mandats im Hinblick auf Offenmarktgeschäfte aus historisch-konkreter Sicht

Es bedarf hier keiner generellen Konkretisierung des geldpolitischen Mandats anhand des historisch-konkreten Interpretationsansatzes. Im Kontext des vorliegenden Falles kommt es darauf an, ob Staatsanleihenkäufe zum Zwecke des „Quantitative Easing“ in einem Umfang, wie die EZB dies in ihrem erweiterten Ankaufprogramm (EAPP) beschlossen hat, vom geldpolitischen Mandat gedeckt sind. Die EZB beruft sich insoweit auf ihre Kompetenz zu Offenmarktgeschäften im Sinne von Art. 18.1. ESZB-Satzung. Somit geht es um eine Konkretisierung dessen, was die Zentralbank tun darf, soweit Art. 18.1. ESZB-Satzung sie dazu ermächtigt, auf den Finanzmärkten tätig zu werden, indem sie börsengängige Wertpapiere kauft.

Staatsanleihen können börsengängige Wertpapiere sein, und sie können auf den Finanzmärkten erworben werden. Der Erwerb von Staatsanleihen im Rahmen der Offenmarktpolitik ist rechtlich also möglich.

Dies heißt aber nicht, dass jeder Erwerb von Staatsanleihen in jedem Umfang und mit jeder Haltedauer vom geldpolitischen Mandat umfasst ist.

Da hinsichtlich der Fragen, wozu, in welchem Umfang, mit welcher Haltedauer und mit welchen – beabsichtigten und / oder in Kauf genommenen – Wirkungen Staatsanleihen gekauft werden, der Vertragstext völlig offen ist, bedarf es einer systematischen sowie historisch-konkreten Eingrenzung.

Eine systematische Eingrenzung ergibt sich aus dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung: Auf Staatsanleihenkäufe, die gegen dieses Verbot verstoßen, kann sich die Ermächtigung in Art. 18.1. ESZB-Satzung nicht erstrecken. Hierauf wird unten in einem besonderen Abschnitt eingegangen (C.VI.).

Die historisch-konkrete Interpretation fragt danach, zu welchen geldpolitischen Zwecken, in welchem Umfang, mit welcher Haltedauer Zentralbanken in der Zeit des Vertragschlusses beziehungsweise in der Zeit davor Staatsanleihen gekauft haben und mit welcher Art von Staatsanleihenkäufen die Vertragsstaaten somit rechnen konnten.

Der Vertrag von Maastricht, durch den die Europäische Währungsunion gegründet wurde, ist am 1.11.1993 in Kraft getreten. Er war am 7.2.1992 unterzeichnet worden, nachdem die währungsrechtlichen Bestimmungen auf einer Regierungskonferenz über die Wirtschafts- und Währungsunion ausgearbeitet und im Dezember 1991 den Staats- und Regierungschefs auf ihrer Tagung in Maastricht unterbreitet worden waren<sup>241</sup>.

Dass es QE-Staatsanleihenkäufe damals noch nicht gegeben hat, wurde bereits dargelegt<sup>242</sup>. Dieses völlig neuartige Instrument wurde erstmals im März 2001 von der japanischen Zentralbank und in der westlichen Welt erstmals von der Fed im März 2009 einge-

---

<sup>241</sup> Vgl. *Hahn/Häde* (Fn. 239), § 13 Rn. 25.

<sup>242</sup> C.I.2., 3.a) aa).

setzt. Es wurde damals als geradezu revolutionär angesehen<sup>243</sup>. Als der Vertrag von Maastricht ausgearbeitet, beschlossen und ratifiziert wurde, waren QE-Staatsanleihenkäufe noch völlig unbekannt. Die gängigen Lehrbücher zur Geldpolitik in den 1990er Jahren kennen den Begriff des Quantitative Easing beziehungsweise der „quantitativen Lockerung“ oder vergleichbare Begriffe wie „monetäre Lockerung“ oder „geldpolitische Lockerung“ nicht. Auch den Begriff „unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen“ sucht man vergeblich<sup>244</sup>. In der geldpolitischen Strategie der EZB kommt dieses Instrument ebenfalls nicht vor<sup>245</sup>. Selbstverständlich wurde auch bei den Verhandlungen über den Vertrag von Maastricht nicht in Erwägung gezogen, dass der EZB ein solches Instrument zustehen sollte. Bei Offenmarktgeschäften dachte man offenbar in erster Linie an Wertpapierpensionsgeschäfte, wie sie in Frankreich und Deutschland von den Zentralbanken durchgeführt wurden, nicht hingegen um endgültige und großvolumige Käufe von Staatsanleihen<sup>246</sup>.

Das heißt nicht, dass es früher überhaupt keine Staatsanleihenkäufe von Zentralbanken gegeben hat. Aber es hat sie nicht in dem Umfang und mit der geldpolitischen Begründung gegeben, wie sie unter dem Stichwort „Quantitative Easing“ in jüngerer Zeit durchgeführt worden sind<sup>247</sup>.

Es mag sein, dass manche Zentralbanken früher Staatsanleihen zum Zwecke der Staatsfinanzierung gekauft haben. Monetäre Staatsfinanzierung war in machen Staaten üblich. Statt die steigenden Staatsausgaben durch höhere Steuern zu decken, haben die Staaten auf diese Weise ihre Defizite durch frisch gedrucktes Zentralbankgeld finanziert. Das lief auf eine indirekte, verkappte Steuererhöhung hinaus, denn die Ausweitung der Geldmenge wirkt inflationär und die Bürger müssen diese Art der Staatsfinanzierung später in Form höherer Preise bezahlen<sup>248</sup>. Aber dieses Verhalten kann keine Referenz für die EZB sein. Denn monetäre Staatsfinanzierung ist in vielen Staaten nicht verboten. Vor dem Inkrafttreten des Vertrages von Maastricht war ein solches Verhalten auch in Europa rechtlich –

---

<sup>243</sup> Vgl. die Nachw. oben Fn. 213.

<sup>244</sup> Vgl. z.B. *Dieter Duwendag u.a.*, Geldtheorie und Geldpolitik in Europa, 5. Aufl. 1999; *Otmar Issing*, Einführung in die Geldpolitik, 6. Aufl. 1996; vgl. auch *Karl Knappe*, Das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), in: Friedrich Heinemann / Michael Schröder (Hg.), Europäische Währungsunion und Kapitalmärkte, 1997, S. 143 ff.: Dieser vor Beginn der Dritten Stufe der EWU erschienene Aufsatz lässt nicht die entfernteste Idee davon erkennen, dass der EZB etwas wie Staatsanleihenankäufe zum Zwecke des Quantitative Easing möglich sein könnte. – Sogar in neueren Lehrbüchern sucht man die zitierten Begriffe in den Sachverzeichnissen vergeblich, vgl. *Oliver Holtemöller*, Geldtheorie und Geldpolitik, 2008; *Karl-Heinz Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, 3. Aufl. 2012.

<sup>245</sup> Vgl. das Kapitel 3: Die geldpolitische Strategie der EZB, in den verschiedenen Auflagen der EZB-Publikation, Die Geldpolitik der EZB, 2001, 2004, 2011.

<sup>246</sup> Vgl. das Grundlagenwerk zur Entstehung der Währungsunion von *Jan Viebig*, Der Vertrag von Maastricht. Die Positionen Deutschlands und Frankreichs zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, 1999, S. 496 ff.

<sup>247</sup> *Fox* (Fn. 213) sagt, die Fed habe zuvor zwar in gewissem Umfang schon mit Staatsanleihen gehandelt; sie habe für den Ankauf aber kein frisches Geld geschaffen.

<sup>248</sup> Abstrakt als Möglichkeit der Staatsfinanzierung beschrieben bei *Peter Spahn*, Geldpolitik. Finanzmärkte, neue Makroökonomie und zinspolitische Strategien, 3. Aufl. 2012, S. 247 f.

jedenfalls währungsrechtlich – kein Problem. Jetzt aber gilt in der Europäischen Währungsunion das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung, so dass sich die EZB nicht auf das Vorbild von Staaten berufen kann, in denen dieses Verbot nicht gilt beziehungsweise im Zeitpunkt früherer Staatsanleihenkäufe nicht galt.

In Deutschland hat die Bundesbank jede monetäre Finanzierung des Staatshaushalts und somit auch Staatsanleihenkäufe stets abgelehnt – mit Ausnahme einer kurzen Phase in den 1970er Jahren. Zwischen Juli und Oktober 1975 kaufte die Bundesbank Anleihen des Bundes und von Bundesunternehmen für 7,7 Mrd. D-Mark. Wegen der auf den Ölpreisschock folgenden Konjunkturkrise, die durch Senkung von Leitzinsen und Mindestreservesätzen nicht behoben werden konnte, war ein entsprechender Wunsch aus der Politik an die Bundesbank herangetragen worden<sup>249</sup>. Die Bundesbank hat diesen einen Sündenfall schnell beendet und nie wiederholt. Im Oktober 1975 reiste eine Bundesbank-Abordnung, der neben Bundesbankpräsident Schlesinger auch der damalige Vizepräsident Otmar Emminger gehörte, nach Bonn, um Bundeskanzler Schmidt zu erklären, dass man die Ankäufe beenden wolle. Nach einem Medienbericht hat Schlesinger damals erklärt: „Wir dürfen nur zur Regulierung des Geldmarktes, nicht aber zur Finanzierung des Staates Offenmarktpolitik betreiben.“<sup>250</sup>

Wenn im Zusammenhang mit dem QE-Staatsanleihenankaufprogramm der EZB in der Presse gelegentlich behauptet wird, Staatsanleihenkäufe seien nichts Außergewöhnliches; das habe die Bundesbank auch gemacht, so ist dies also eindeutig falsch.

Die EZB, die nach dem Vorbild der Bundesbank konstruiert wurde, hat sich in der ersten Phase geldpolitisch an diesem Vorbild orientiert. Drei Grundprinzipien der Bundesbank sind dann ausdrücklich in den Vertrag geschrieben worden: Gewährleistung der Preisstabilität als oberstes Ziel, Verbot der monetären Staatsfinanzierung und Unabhängigkeit als institutionelle Absicherung der effektiven und nicht durch politische Zwänge konterkarierten Arbeit an diesem Ziel und der strikten Beachtung dieses Verbots.

Staatsanleihenkäufe durch die Zentralbank zu dem Zweck und in dem Umfang, wie sie in QE-Programmen in Japan, in den USA und im Vereinigten Königreich vorgenommen wurden, waren also im Zeitpunkt der Gründung der Europäischen Währungsunion nicht üblich und kein selbstverständliches Instrument der Offenmarktpolitik. Die Vertragsstaaten und ihre Parlamente konnten also nicht damit rechnen, dass sie zu derart umfangreichen Ankaufprogrammen ermächtigen, indem sie Art. 18.1. ESZB-Satzung zustimmen.

Das zeigt sich auch darin, dass im Vereinigten Königreich die Bank of England ihr QE-Staatsanleihenkaufprogramm nicht aus eigener Machtvollkommenheit beschlossen hat, obwohl ihre geldpolitische Kompetenz im Bank of England Act sehr offen formuliert und nicht auf den Gebrauch der klassischen geldpolitischen Instrumente beschränkt ist. Viel-

---

<sup>249</sup> Vgl. *Hans Bentzin*, Der Sündenfall der Bundesbank, *The Wall Street Journal Deutschland*, 16.8.2012, <http://www.wsj.de/nachrichten/SB10000872396390444375104577591660466521338> (abgerufen 26.2.2015).

<sup>250</sup> Vgl. *Bentzin* (Fn. 249) m. Hinw. auf einen Bericht des Spiegel v. 27.10.1975.

mehr hat der Schatzkanzler (Chancellor of the Exchequer) die Zentralbank zunächst ermächtigt, die Asset Purchase Facility zu errichten und sie zu geldpolitischen Zwecken einzusetzen<sup>251</sup>. Nach britischem Verständnis bedurfte der Einsatz eines „unkonventionellen“ Instruments der Geldpolitik wie QE also einer Ermächtigung durch das zuständige Regierungsorgan. Die britische Zentralbank war hierzu nicht bereits kraft ihrer gesetzlichen Kompetenz für die Geldpolitik befugt.

Was im Rahmen der Offenmarktpolitik üblich war und wozu Art. 18.1. ESZB-Satzung ermächtigt hat, waren laufende Käufe und Verkäufe von Staatsanleihen zur Kurspflege beziehungsweise zur Geldmarktpflege. Bei solchen Geschäften geht es etwa darum, einer zu großen Volatilität entgegenzuwirken. Mit Feinsteuerungsoperationen kann Liquidität abgeschöpft oder auch zugeführt werden. Mit ihnen versucht die Zentralbank, die Liquiditätsversorgung und die Geldmarktsätze zu steuern<sup>252</sup>.

Derartige Geschäfte bergen für die Zentralbank schon deshalb keine großen Risiken, weil die gekauften Papiere nur kurz gehalten werden. Aus demselben Grunde dienen die Käufe nicht der Staatsfinanzierung. Das kann bei „strukturellen Operationen“, die die strukturelle Liquiditätsposition der Zentralbank gegenüber dem Bankensystem – d.h. die Liquidität am Markt auf längere Sicht – anpassen sollen<sup>253</sup>, anders sein. Falls im Rahmen solcher Operationen nicht Unternehmensanleihen, sondern Staatsanleihen gekauft und längerfristig gehalten werden, kann ein Konflikt mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung entstehen<sup>254</sup>. Deshalb hat, wie gesagt, die Bundesbank solche Operationen nicht durchgeführt und die EZB bis 2010 ebenfalls nicht.

Somit lässt sich festhalten, dass QE-Staatsanleihenkäufe nicht im Horizont der Vertragsstaaten des Vertrages von Maastricht lagen und ihnen daher nicht bewusst war, dass sie mit der Formulierung von Art. 18.1. ESZB-Satzung zu solchen Maßnahmen ermächtigen könnten.

Bei historisch-konkreter Auslegung der Vorschrift umfasst die Kompetenz zur Offenmarktpolitik gemäß Art. 18.1. ESZB-Satzung somit keine Ermächtigung für QE-Staatsanleihenkäufe.

---

<sup>251</sup> S.o. Fn. 229.

<sup>252</sup> Vgl. EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2001, S. 75 f.

<sup>253</sup> Vgl. EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2001, S. 77.

<sup>254</sup> Nach *Siekmann* (Fn. 224), S. 147 f. = IMFS Working Paper S. 40, können Offenmarktgeschäfte mit einer Dauer von mehr als einem Jahr nicht geldpolitische Geschäfte sein. Marktstrukturpolitik (bei langfristigen Geschäften mit Banken) und Staatsfinanzierung (bei langfristigen Geschäften mit Staaten) seien Wirtschaftspolitik. Deshalb kommen „strukturelle Operationen“ mit einem solchen Zeithorizont nicht als geldpolitische Maßnahmen in Betracht, sondern nur als Maßnahmen, die der Unterstützung der Wirtschaftspolitik der Eurostaaten dienen. *Siekmann* sieht sogar schon drei Monate als die Höchstdauer geldpolitischer Maßnahmen an, ebd.

## b) Überschreitung der Grenzen im konkreten Fall

Oben (a) wurde bereits gezeigt, dass ein QE-Staatsanleihenankaufprogramm wie das PSPP quantitativ und qualitativ weit aus dem Rahmen dessen fällt, was die Vertragsstaaten sich bei der Formulierung von Art. 18.1. ESZB-Satzung unter Offenmarktgeschäften vorstellen konnten<sup>255</sup>. Es ist somit durch diese Kompetenznorm nicht gedeckt. Dies soll im folgenden im Hinblick auf die Wirkungen des Programms, mit denen die Vertragsstaaten nicht hatten rechnen können, noch verdeutlicht werden.

### aa) Verteilungswirkung

Ein QE-Programm dieser Größenordnung hat sehr weitreichende Vermögensumverteilungswirkungen. Es führt tendenziell dazu, dass die bereits Vermögenden noch mehr Vermögen anhäufen können, während es den weniger Wohlhabenden Kaufkraft entzieht. QE vergrößert die Einkommens- und Vermögensungleichheit<sup>256</sup>. Diese Umverteilungswirkung von Arm zu Reich ist in der Wirtschaftswissenschaft unbestritten, durch neuere Untersuchungen belegt<sup>257</sup> und sogar von der EZB ausdrücklich anerkannt<sup>258</sup>.

Die Mitgliedstaaten konnten nicht damit rechnen, dass sie mit der Formulierung von Art. 18.1. ESZB-Satzung die EZB zu einer Geldpolitik ermächtigen, die in einem derart großen Umfang sozialpolitisch unerwünschte Umverteilungswirkungen erzeugt und die Sozialpolitik der Staaten geradezu konterkariert.

Dies spricht dafür, dass Maßnahmen mit einer derartigen Wirkung nicht von der Kompetenz zur Offenmarktpolitik umfasst sind.

### bb) Risiken bei Gemeinschaftshaftung

Werden Staatsanleihen von der EZB gekauft, dann werden sie damit ökonomisch betrachtet zu Eurobonds. Die Risiken werden vergemeinschaftet. Im Insolvenzfall werden die

---

<sup>255</sup> Erinnerung sei auch daran, dass die EZB selbst bereits vor Beginn der QE-Ankaufprogramme festgestellt hatte, dass ihre als Reaktion auf die Finanzkrise ergriffenen, über die konventionellen Maßnahmen hinausgehenden „Sondermaßnahmen“ „in Art, Umfang und Größenordnung beispiellos sind“, EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2011, S. 98. Dies muss für das die Billionengrenze weit überschreitende EAPP erst recht gelten.

<sup>256</sup> Vgl. z.B. FAZ v. 24.1.2015, S. 19: „Reiche reiten auf der Geldwelle“.

<sup>257</sup> Vgl. z.B. *Ayoko Saiki / Jon Frost*, How Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan. DNB Working Paper No. 423, May 2014, [http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20423\\_tcm46-307334.pdf](http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20423_tcm46-307334.pdf) (abgerufen 6.3.2015).

<sup>258</sup> Vgl. *Yves Mersch*, Member of the Executive Board of the ECB, Monetary policy and economic inequality, 17 Oct. 2014, [http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017_1.en.html) (abgerufen 28.2.2015).



Verluste auf die NZBen gemäß ihren Kapitalanteilen und somit letztlich auf die Eurostaaten verteilt.

Soweit die EZB Wertpapiere kauft, werden die daraus resultierenden Verluste unmittelbar vergemeinschaftet (Art. 33 ESZB-Satzung). Der Ankauf von Staatsanleihen führt also dazu, dass die Verlustrisiken im wirtschaftlichen Ergebnis auf die Eurostaaten gemäß ihren Anteilen am Kapital der EZB verteilt werden (näher dazu unten im Abschnitt C.VIII.1.b).

Soweit die NZBen Wertpapiere auf eigene Rechnung kaufen, tragen sie nach Art. 32 ESZB-Satzung die Verluste prinzipiell selbst; nur die Einkünfte werden nach dieser Vorschrift vergemeinschaftet. Der EZB-Rat kann aber beschließen, dass NZBen, die durch für das ESZB unternommene währungspolitische Operationen Verluste erlitten haben, dafür entschädigt werden (Art. 32.4. UAbs. 2 ESZB-Satzung). Geht man vom Wortlaut der Vorschrift aus, so ist die Vergemeinschaftung der Verluste also auch bei Ankäufen durch die NZBen möglich, nur dass dies ausdrücklich vom EZB-Rat beschlossen werden muss.

Offenbar ist die Praxis aber so, dass im Regelfall Verluste aus geldpolitischen Geschäften, die von den NZBen für das Eurosystem ausgeführt werden, von diesem übernommen werden – also dass die anderen NZBen gemäß ihrem Anteil am Kapital der EZB Anteile an diesen Verlusten übernehmen<sup>259</sup>. Insofern gibt es wohl entweder eine stillschweigende Übereinkunft der NZBen und der EZB beziehungsweise eine entsprechende Konsensinterpretation des Art. 32.4 UAbs. 2 ESZB-Satzung oder aber einen Grundsatzbeschluss des EZB-Rates. Jedenfalls bilden die NZBen entsprechende Rückstellungen<sup>260</sup>, und die Bundesbank führt in ihrem Geschäftsbericht aus, dass Risiken aus dem SMP-Staatsanleihenkaufprogramm, sofern sie sich realisieren, nach Maßgabe der jeweils geltenden Anteile am Kapital der EZB unter den NZBen des Eurosystems aufgeteilt werden<sup>261</sup>. – Wie dem auch sei: Es ist offenbar Sache des EZB-Rats, darüber zu entscheiden, ob ein Verlustausgleich stattfindet oder nicht<sup>262</sup>.

Im Falle des PSPP hat der EZB-Rat beschlossen, dass Verluste aus Ankäufen von Anleihen internationaler Organisationen oder multilateraler Entwicklungsbanken gemeinsam getragen werden, während Verluste aus Ankäufen von Staatsanleihen bei der jeweiligen NZB verbleiben. In Anbetracht dessen, dass 12 % der Käufe im Rahmen des PSPP sich auf der Gemeinschaftshaftung unterliegende Anleihen internationaler oder multilateraler Institutionen beziehen und 8 % der Staatsanleihenkäufe von der EZB vorgenommen werden, sind

---

<sup>259</sup> *Julian Langner*, in: Siekmann (Hg.), EWU. Kommentar zur Europäischen Währungsunion, 2013, Art. 32 ESZB-Satzung Rn. 41.

<sup>260</sup> *Langner* (Fn. 259) m. Hinw. auf *Olivier Vergote / Werner Studener / Ioannis Efthymiadis / Niall Merri-man*, Main Drivers of the ECB Financial Accounts and ECB Financial Strength over the first 11 Years, EZB, Occasional Paper Series, No. 111, May 2010, S. 25, 35.

<sup>261</sup> *Deutsche Bundesbank*, Geschäftsbericht 2010, S. 175. Das gelte auch für alle anderen Risiken aus liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Operationen, ebd. S. 173.

<sup>262</sup> Zur diesbezüglichen Entscheidungspraxis des EZB-Rats vgl. EZB-Präsident *Mario Draghi*, Pressekonferenz vom 22.1.2015, Frankfurt am Main, questions and answers, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html#qa> (abgerufen am 7.3.2015).

somit 20 % der Verlustrisiken im Rahmen des PSPP vergemeinschaftet<sup>263</sup>. 80 % der Verlustrisiken bleiben zunächst bei den NZBen<sup>264</sup>.

Durch diese Verteilung der Insolvenzrisiken hat die EZB das Problem der mit einem QE-Staatsanleihenankaufprogramm verbundenen Risikoumverteilung erheblich abgemildert, jedoch nicht beseitigt. Immerhin bleibt es bei einer Vergemeinschaftung der Ausfallrisiken in Höhe von 20 % des Gesamtvolumens des PSPP.

Das gesamte EAPP umfasst aber neben dem Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP) außerdem das ABSPP und das CBPP3. In diesen Programmen gilt, soweit ersichtlich, eine uneingeschränkte Vergemeinschaftung der Risiken. Zu welchen Anteilen das ESZB Staatsanleihen, ABS und gedeckte Schuldverschreibungen kaufen wird, ist nicht bekannt und hängt wohl von den Marktbedingungen ab. Auf jeden Fall wird ein erheblich größerer Teil als 20 % des Gesamtprogramms einer Risikovergemeinschaftung unterliegen.

Da das Ankaufprogramm mindestens 1,14 Billionen Euro umfasst, haben wir es mit einer direkten Vergemeinschaftung von Risiken in Höhe von mindestens 228 Mrd. Euro (= 20 %) zu tun. Falls von dem Gesamtvolumen ein Viertel im Rahmen des ABSPP und des CBPP3 gekauft würde, wären insgesamt nicht „nur“ 20 %, sondern 35 % vergemeinschaftet; das wären rund 400 Mrd. Euro.

Da die Ausfallrisiken der Anleihen der verschiedenen Staaten (bzw. der Emittenten aus den verschiedenen Staaten) sehr unterschiedlich groß sind, bedeutet dies, dass die EZB die wirtschaftlichen Risiken in großem Umfang von den Krisenstaaten auf die solide finanzierten Staaten verlagert.

Es handelt sich also um die Überbürdung von Verlustrisiken in gigantischem Ausmaß. Dieses Ausmaß kann im Rahmen des beschlossenen Programms noch viel größer werden, weil der EZB-Rat angekündigt hat, die Käufe über den September 2016 hinaus fortzuführen, wenn bis dahin sein Inflationsziel nicht erreicht ist. Ohne ein neues Programm zu beschließen, einfach durch Fortsetzung des laufenden Programms, kann die Überbürdung von Verlustrisiken sich sogar vermehrfachen.

Hinzu kommt, dass der EZB-Rat jederzeit beschließen kann, das Prinzip der Risikoteilung von 20 % des PSPP-Volumens auf bis zu 100 % auszudehnen.

Die Vertragsstaaten konnten nicht damit rechnen, dass sie mit der Formulierung von Art. 18.1. ESZB-Satzung die EZB zu einer Geldpolitik ermächtigen, die in einem derart großen Umfang die „Haftung“ für Verluste aus der Insolvenz von Eurostaaten (beziehungsweise – im Rahmen des ABSPP und des CBPP3 – von ihrer Jurisdiktion und wirtschaftlichen Verantwortung nicht unterliegenden Finanzinstituten) begründet. Es handelt sich hier nicht um Risiken, die normalerweise mit der Geldpolitik notwendig verbunden sind, sondern um Insolvenzrisiken von Mitgliedstaaten, die nach dem AEUV für ihre Finanz- und Haus-

---

<sup>263</sup> S.o. A. und insb. EZB-Presseerklärung v. 22.1.2015 (Fn. 7).

<sup>264</sup> Der Beschluss über die Verlustverteilung ist, soweit ich sehe, nicht als Rechtsakt veröffentlicht, sondern lediglich in der Presseerklärung vom 22.1.2015 mitgeteilt worden.

haltspolitik selbst die Verantwortung tragen und im Hinblick auf welche Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV die Haftung und das Einstehenmüssen der anderen Eurostaaten ausdrücklich ausschließt. Was die No-Bail-out-Klausel des Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV verhindern will, wird durch das EAPP und speziell durch das PSPP von der EZB herbeigeführt<sup>265</sup>.

Maßnahmen mit einer derartigen Wirkung sind nicht von der Kompetenz zur Offenmarktpolitik umfasst.

### cc) Risiken bei Kauf auf eigene Rechnung der NZBen

Soweit die NZBen Anleihen auf eigene Rechnung kaufen und gemäß dem Beschluss des EZB-Rats im Rahmen des PSPP die Verlustrisiken selber tragen, gibt es im Ansatz keine Risikoumverteilung: Jede NZB kauft nur Anleihen des eigenen Staates. Die Bundesbank trägt insoweit nur die Risiken der von ihr gekauften Bundesanleihen, aber nicht die Risiken italienischer oder griechischer Staatsanleihen.

Es fragt sich aber, ob es dabei wirklich bleibt, wenn der Insolvenzfall eintritt. Die NZB des insolventen Staates, die in großem Ausmaß Anleihen dieses Staates gekauft hat, könnte ihrerseits aufgrund der dadurch entstandenen Verluste überschuldet sein. Die Eurostaaten sind in solchen Fällen verpflichtet, ihre Zentralbank mit neuem Kapital auszustatten<sup>266</sup>. Der bankrotte Staat ist hierzu aber nicht in der Lage. Im Hinblick darauf, dass EZB und NZBen einen rechtlich und administrativ eng verwobenen Verbund bilden, in dem Entscheidungen grundsätzlich zentral von der EZB getroffen werden, vertritt *Nettesheim* die Auffassung, dass die EZB in einer solchen Situation eine Loyalitäts- und Treuepflicht träge, der in Schwierigkeiten geratenen NZB beizuspringen. Mit der Stellung der EZB als politikgestaltender Weisungsgeberin wäre es seiner Ansicht nach nicht vereinbar, wenn sie sich den Folgen ihrer Maßnahmen für die zur Befolgung verpflichteten NZBen gleichgültig zeigte. Dem EU-Recht lasse sich entnehmen, dass die Risiken der EZB-Politik grundsätzlich gemeinschaftlich getragen werden. Auch wenn ausnahmsweise Risiken dezentralisiert werden könnten, dürfe dies nicht dazu führen, dass im Krisenfall die Integrität des

---

<sup>265</sup> Vgl. in diesem Sinne auch Bundesbankpräsident *Jens Weidmann*, Interview „Anreize für Reformen und solides Haushalten aufrechterhalten“, 5.2.2015, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2015\\_02\\_05\\_weidmann\\_boez.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2015_02_05_weidmann_boez.html) (abgerufen 6.3.2015): Zu den Sicherungsmechanismen der Währungsunion gehöre der gegenseitige Haftungsauschluss. Die Zentralbank solle über ihre Bilanz keine Gemeinschaftshaftung für Staatsschulden herbeiführen, die den vertraglichen Rahmen unterlaufe. Und *ders.*, Auf dem Weg zu Stabilität und Wohlstand – wie bringen wir den Euro-Raum zurück auf Kurs?, Rede in London 12.2.2015, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015\\_02\\_12\\_weidmann.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015_02_12_weidmann.html) (abgerufen 6.3.2015): „Der Ankauf von Staatsanleihen birgt grundsätzlich das Risiko, dass es über die Bilanz der Zentralbanken zu einer Gemeinschaftshaftung kommt. [...] Letzten Endes könnte hierdurch eine Gemeinschaftshaftung durch die Hintertür eingeführt werden. Und in diesem Fall bin ich jemand, der lieber durch die Vordertür eintritt. Damit möchte ich sagen, dass es den gewählten Regierungen und Parlamenten obliegt, derart weitreichende Entscheidungen zu treffen.“

<sup>266</sup> Str., bejahend z.B. *Martin Nettesheim*, Die Europäische Zentralbank steht nicht über dem Recht, FAS v. 25.1.2015, S. 16, mit Berufung auf die EZB; verneinend z.B. *Ulrich Hilde*, Der deutsche Steuerzahler haftet nicht, FAZ v. 11.2.2015, S. 16.

Gesamtsystems leide. Es gebe daher eine im System angelegte und gerichtlich durchsetzbare Stützungspflicht<sup>267</sup>. Diese Argumentation überzeugt.

Daher kann es zu einer Haftungsvergemeinschaftung auch für den Teil des PSPP kommen, für den sie eigentlich nicht vorgesehen ist.

Geht man davon aus, dass der EZB-Rat die Verlusttragung rechtswirksam so geregelt hat, dass grundsätzlich die NZBen die aus von ihnen getätigten Staatsanleihenkäufen im Rahmen des PSPP resultierenden Verluste selbst tragen und diese Verluste nicht anteilig von den anderen NZBen übernommen werden, so wird es im Falle einer Staatsinsolvenz mit großer Wahrscheinlichkeit dazu kommen, dass letztlich die EZB einspringen muss, um die betroffene NZB aus ihrer Überschuldungssituation zu retten. Dies hat dann zur Folge, dass bei der EZB Verluste entstehen beziehungsweise die Gewinne geschmälert werden, so dass auf diese Weise die Verluste sozialisiert werden – wiederum im Verhältnis der Anteile der NZBen am Kapital der EZB.

Entgegen dem ersten Anschein sind die Risiken des QE-Staatsanleihenankaufprogramms somit nicht nur zu 20 % vergemeinschaftet, sondern in sehr viel größerem Umfang, der bei Insolvenz eines größeren Staates leicht 50 % überschreiten könnte.

Dies verschärft die im vorigen Abschnitt (bb) erörterte Problematik erheblich.

### **c) Ergebnis**

Das PSPP ist von der geldpolitischen Kompetenz der EZB schon deshalb nicht gedeckt, weil es den Rahmen dessen überschreitet, was Art. 18.1. ESZB-Satzung der EZB an Handlungsmöglichkeiten für die Offenmarktpolitik einräumt. Ein Beschluss gemäß Art. 20 ESZB-Satzung über den Einsatz eines „sonstigen“ geldpolitischen Instruments ist vom EZB-Rat nicht gefasst worden. Auch auf Art. 20 ESZB-Satzung dürfte das PSPP aber nicht gestützt werden, da auch neuartige Instrumente den Rahmen dessen nicht überschreiten dürfen, womit die Vertragsstaaten bei Vertragsschluss rechnen konnten.

## **4. Geldpolitische Zielsetzung**

Die EZB hat für ihr QE-Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP) ein geldpolitisches Ziel angegeben: Sie will „den Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation“ begegnen und das Ziel der Preisstabilität „in einem beispiellosen wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld“ erreichen. Sie will mit dem PSPP auf das Preisniveau einwirken, um ihr Ziel zu erreichen, dass die Inflationsrate mittelfristig unter, aber nahe bei 2 % liegt. Sie will die ihrer Auffassung nach zu niedrige Inflation erhöhen, indem sie durch „geldpolitische Lockerung“ bewirkt, dass Unternehmen und private Haushalte günstiger Finanzmittel auf-

---

<sup>267</sup> Fn. 266.

nehmen können, was tendenziell die Investitionen und den Konsum stütze und so dazu beitrage, dass die Teuerungsraten steigen<sup>268</sup>. Die quantitative Lockerung – quantitative easing (QE) – besteht darin, dass die EZB mittels der Anleihenkäufe ihre Bilanz ausweitet, und zwar ungefähr um ein Drittel<sup>269</sup>. Die Zentralbankgeldmenge wird somit um über 30 % erhöht.

Zweifellos ist die Wahrung der Preisstabilität ein geldpolitisches Ziel, das anzustreben vom Mandat der EZB nicht nur gedeckt ist, sondern auf die EZB bei ihrer Geldpolitik rechtlich verpflichtet ist. Und zweifellos ist die Ausweitung der Geldbasis ein mögliches Instrument der Geldpolitik, mit Hilfe dessen deflationären Tendenzen entgegengewirkt werden kann. Was die EZB ihrem eigenen Bekunden gemäß tut, ist Geldpolitik. Wo sind dann die rechtlichen Probleme?

Ein Problem wurde bereits oben (C.V.3.) behandelt: QE-Staatsanleihenkäufe gehören nicht zu den Instrumenten der Geldpolitik, auf die sich das Mandat der EZB erstreckt. Schon aus diesem Grunde ist das Ankaufprogramm rechtswidrig. Im folgenden werden nur noch die Probleme betrachtet, die sich ergeben, wenn man unterstellt, dass – entgegen der hier vertretenen Auffassung – QE-Staatsanleihenkäufe als Offenmarktgeschäfte von der Ermächtigung in Art. 18.1. ESZB-Satzung gedeckt sind. Auf der Basis dieser Unterstellung sind folgende Fragen zu klären:

- Verfolgt die EZB ein legitimes geldpolitisches Ziel? (sogleich a, b)
- Ist das Ankaufprogramm mit dem Verhältnismäßigkeitsprinzip vereinbar? (C.V.5.)
- Ist das Ankaufprogramm mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung vereinbar? (C.V.6.)
- Betreibt die EZB mit dem Ankaufprogramm objektiv Wirtschafts- und Fiskalpolitik? (C.V.7.)

### **a) Deflationsprävention**

Der AEUV verpflichtet die Geldpolitik der EZB auf das Ziel, die Preisstabilität zu wahren. Das Preisniveau ist stabil, wenn es weder Inflation noch Deflation gibt. Die Bekämpfung der Deflation ist demnach ein legitimes geldpolitisches Ziel.

In der Begründung, die die EZB für das EAPP und speziell für das PSPP gegeben hat, wird die Deflationsprävention jedoch nicht als Ziel genannt. Weder ist von einer konkreten De-

---

<sup>268</sup> EZB, Pressemitteilung v. 22.1.2015 (Fn. 7).

<sup>269</sup> Als die EZB im Oktober 2014 den ersten Teil des QE-Ankaufprogramms (ABSPP und CBPP3) startete, betrug ihre Bilanzsumme rund 2,05 Billionen Euro. Bis zum 22.1.2015 (Beschluss des EAPP) war sie auf rund 2,16 Billionen Euro angewachsen. Mit Hilfe des EAPP soll sie bis September 2016 erheblich mehr als 3 Billionen Euro betragen.

flationsgefahr die Rede, die man bekämpfen müsse, noch von vorbeugender Deflationsprävention. Der Begriff „Deflation“ wird weder in der Pressemitteilung, mit der die EZB das Programm angekündigt hat<sup>270</sup>, noch in der das PSPP normierenden und begründenden Entscheidung<sup>271</sup> erwähnt. Stattdessen stellt die EZB darauf ab, dass die Inflation zu niedrig sei.

### **b) Anhebung der Inflationsrate auf nahe bei 2 Prozent**

Somit kommt es darauf an, ob auch die Steigerung der Inflationsrate mit der Begründung, die Inflation sei zu niedrig, ein legitimes geldpolitisches Ziel ist.

Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, was unter „Preisstabilität“ zu verstehen ist. Die EZB hat ihr geldpolitisches Ziel so definiert, dass „Preisstabilität“ bei einer Inflation von knapp unter 2 % erreicht sei. Sie meint also, dass sie berechtigt sei, mit ihrer Geldpolitik aktiv auf mehr Inflation hinzuwirken, wenn diese erheblich geringer als 2 % ist, und mit ihrer QE-Anleihenankaufpolitik will sie erreichen, dass die in letzter Zeit unter 1 % liegende Inflationsrate wieder auf einen Wert von nahe bei 2 % angehoben wird.

Dem liegt ein falsches und mit dem AEUV unvereinbares Verständnis von Preisstabilität zugrunde. Wie oben (C.III.) näher begründet wurde, ist Preisstabilität gegeben, wenn das Preisniveau weder steigt noch sinkt, idealerweise also bei 0 % Inflation. Das Anstreben von fast 2 % Inflation durch geldpolitische Maßnahmen ist somit schon deshalb rechtswidrig, weil kein legitimes geldpolitisches Ziel verfolgt wird.

## **5. Verhältnismäßigkeit**

Unterstellt man hingegen, dass es mit dem AEUV vereinbar sei, dass die EZB eine Inflationsrate von knapp unter 2 % ansteuert, dann ist ein legitimes geldpolitisches Ziel gegeben. Die Rechtmäßigkeit des Ankaufprogramms setzt dann weiterhin voraus, dass es mit dem Verhältnismäßigkeitsprinzip vereinbar ist. Es müsste zur Erreichung des legitimen Ziels geeignet und erforderlich sind und müsste außerdem den Anforderungen des Verhältnismäßigkeitsprinzips i.e.S. entsprechen.

### **a) Geeignetheit zur Anhebung der Inflationsrate**

Die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge kann dazu führen, dass die den Unternehmern und den Verbrauchern zur Verfügung stehende Geldmenge größer wird. Dies hat jedenfalls

---

<sup>270</sup> S.o. Fn. 7.

<sup>271</sup> S.o. Fn. 10.

abstrakt betrachtet preistreibende Effekte. Ob diese auch in der konkret gegebenen Situation eintreten werden, wird in der Literatur bezweifelt, weil einiges dafür spricht, dass die Kreditvergabe an die private Wirtschaft dadurch nicht signifikant erhöht werden wird<sup>272</sup>. Jedoch wirkt sich die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge nicht nur über den Kreditkanal aus, und der EZB kommt ein Einschätzungsspielraum zu. Damit kann an der Eignung des Programms zur Erhöhung der Inflationsrate und damit auch zur Deflationsprävention kein juristisch relevanter Zweifel bestehen.

## **b) Erforderlichkeit zur Deflationsprävention / zur Anhebung der Inflationsrate**

### aa) Deflationsprävention

Unterstellt man, die EZB verfolgte mit dem Ankaufprogramm das Ziel, die Deflation zu bekämpfen beziehungsweise ihr vorzubeugen, so fragt sich, ob das Programm hierzu erforderlich ist.

Oben (C.IV.3.c aa) wurde eingehend dargelegt und mit Zahlen belegt, dass es im Euroraum zur Zeit evident keine Deflation und keine konkrete Deflationsgefahr gibt. Deshalb ist das PSPP zur Deflationsbekämpfung eindeutig nicht erforderlich.

### bb) Anhebung der Inflationsrate

Das EAPP und speziell das PSPP könnten jedoch erforderlich sein, um die Inflationsrate auf knapp unter 2 % anzuheben. Von diesem Ziel, das die EZB anstrebt, ist die gegenwärtige Inflation ein ganzes Stück entfernt. Und die EZB stellt in der Begründung für ihre QE-Politik, wie oben bereits dargelegt, nicht darauf ab, dass die Deflation bekämpfen, sondern darauf, dass sie die Inflationsrate auf nahe bei 2 % bringen wolle<sup>273</sup>.

Im Hinblick auf die oben (C.IV.3.c aa) zitierten Inflationsprognosen ist es zweifelhaft, ob die Ankaufprogramme zur Erreichung dieses Ziels – mittelfristig betrachtet – erforderlich sind. Nach Auffassung des deutschen Sachverständigenrates ist eine Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen von dem 2 %-Ziel nicht zu befürchten. Die Langfristprognose aus der EZB-Umfrage unter professionellen Prognostikern sei im August 2014 von 1,8 % auf 1,9 % gestiegen. Der Mittelwert der Consensus-Economics-Umfrage zur langfristigen Prognose im Frühjahr habe ebenfalls bei 2 % gelegen<sup>274</sup>. Der Sachverständigenrat weist darauf hin, dass die gegenwärtige Abwertung des Euro künftig zusätzlichen Preisauf-

<sup>272</sup> Dazu näher z.B. *Dirk Ehnts*, Quantitative Easing der EZB: Worum geht es?, *Ökonomenstimme* 2015, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/01/quantitative-easing-der-ezb-worum-geht-es/> (abgerufen 21.3.2015); ebenso *Thomas Jost / Franz Seitz*, Zehn Argumente gegen Quantitative Easing und den Ankauf von Staatsanleihen durch das Eurosystem, in: ifo-Schnelldienst 4/2015, S. 19 (20).

<sup>273</sup> S.o. Fn. 7 und Fn. 10.

<sup>274</sup> *Sachverständigenrat* (Fn. 168), Rn. 257 (S. 148).

trieb liefern werde<sup>275</sup>. Daran ist festzuhalten, auch wenn – wie oben (C.IV.3.c aa) dargelegt – die neueren Inflationsprognosen inzwischen wegen des niedrigen Ölpreises nach unten korrigiert wurden. Nach den am Tag nach dem EAPP-Beschluss vom 22.1.2015 von der EZB veröffentlichten Zahlen rechnen die Experten damit, dass die Inflationsrate 2019 auch ohne QE-Programm wieder bei 1,8 % sein wird<sup>276</sup>. Dies spricht dafür, dass gegenwärtig ein QE-Programm zur Erreichung des Inflationsziels der EZB von nahe bei 2 % nicht erforderlich ist.

Hinsichtlich der Erforderlichkeit kommt der EZB jedoch ein Einschätzungsspielraum zu. Derartige Prognosen sind immer mit erheblicher Unsicherheit behaftet, so dass es wohl vertretbar wäre, die Erforderlichkeit zu bejahen.

Jedoch ist nach der hier vertretenen Auffassung das von der EZB formulierte Inflationsziel von knapp 2 % rechtswidrig (dazu ausführlich oben C.III.). Deshalb darf die Erforderlichkeit hierauf gar nicht bezogen werden, sondern sie muss sich auf das allein rechtmäßige Ziel der Geldpolitik, nämlich die Preisstabilität beziehen. Um diese zu erreichen, ist das EAPP und das PSPP evident nicht erforderlich. Denn Preisstabilität ist zur Zeit gegeben und erfordert keinerlei geldpolitische Aktivität.

#### cc) Zwischenergebnis

Das EAPP und das PSPP sind auch mangels Erforderlichkeit zur Erreichung eines legitimen geldpolitischen Ziels rechtswidrig.

#### c) Verhältnismäßigkeit i.e.S.

Als unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen könnten die QE-Anleihenankaufprogramme im übrigen nur dann rechtmäßig sein, wenn sie auch im engeren Sinne verhältnismäßig wären. Das heißt, sie müssten in einem angemessenen Verhältnis zu dem Nutzen für das Gemeinwohl stehen, den man mit ihnen erstrebt. Auf keinen Fall dürften die Nachteile größer sein als der Nutzen. Bei der Abwägung der Vorteile und Nachteile, des Nutzens und der Kosten, die somit geboten ist, muss folgendes berücksichtigt werden:

- Als angestrebter Vorteil (Nutzen) des Programms wird von der EZB die Erreichung ihres Inflationsziels von knapp unter 2 % genannt. Es ist jedoch nicht erkennbar, worin der geldpolitische Nutzen einer Inflation liegen soll, außer dass bei einer Inflation von knapp 2 % ein erheblicher Sicherheitsabstand zur gefürchteten – weil mit dem geldpolitischen Instrumentarium schwer zu beherrschenden – Deflation gegeben ist.

---

<sup>275</sup> Sachverständigenrat (Fn. 168), Rn. 263 (S. 150).

<sup>276</sup> S.o. Fn. 169.



- Ein großer Vorteil wäre die Verhinderung einer Deflation. Da jedoch keine konkrete Deflationsgefahr besteht und das Deflationsrisiko sehr gering ist, kann dieser Vorteil nicht schwer wiegen. – Hinzu kommt, dass die Steuerungsfähigkeit von QE sehr gering ist. Wie die massive Ausweitung der Geldbasis auf das Preisniveau wirkt, lässt sich schwer voraussagen; nach den Erfahrungen mit bisherigen QE-Programmen sind die Auswirkungen relativ gering<sup>277</sup>.
- Ein weiterer Vorteil könnte sein, dass durch die lockere Geldpolitik die Investitionstätigkeit der Unternehmen und die Konsumausgaben der Verbraucher angeregt und so die Konjunktur angekurbelt wird. Wie wahrscheinlich dieser Effekt ist, ist umstritten. Die Erfahrungen in Japan und in den USA sind insoweit nicht sehr ermutigend. In Japan hat die Geldschwemme der Notenbank die Wirtschaft nicht aus der Misere herausgeführt und wahrscheinlich sogar die Krise verlängert, weil der Anreiz zu dringend notwendigen Strukturreformen genommen wurde<sup>278</sup>. Man wird den Konjunkturreffekt somit nicht sehr stark gewichten können<sup>279</sup>. – Im übrigen ist das Ankurbeln der Konjunktur nicht ein geldpolitischer, sondern ein wirtschaftspolitischer Zweck. Somit kann dieser Gesichtspunkt nicht selbständig zur Begründung der Ankaufprogramme herangezogen werden, sondern nur ergänzend, für den Fall, dass es selbständig tragfähige geldpolitische Gründe gibt.

Diesen in Betracht zu ziehenden Vorteilen (Nutzen) stehen eine Reihe großer Nachteile beziehungsweise Kosten gegenüber:

- Mit einem Volumen von mindestens 1,14 Billionen Euro und einer Ausweitung der Zentralbankgeldmenge um ein Drittel handelt es sich um ein das Feld der konventionellen Geldpolitik verlassendes unkonventionelles Programm in bisher in Europa nicht gekannter Größenordnung. Die überwältigende Menge Geld, die jetzt in die Wirtschaft gepumpt werden soll, steht in keinem angemessenen Verhältnis zu dem zu erwarteten Ertrag. Denn nach allen verfügbaren, auf empirische Daten gestützten Prognosen ist nur mit einem geringen Effekt auf die Anhebung des Preisniveaus zu rechnen und noch mit noch geringeren Auswirkungen auf den wirtschaftlichen Aufschwung<sup>280</sup>.
- Zugleich geht die EZB geldpolitische Risiken in einem nie dagewesenen Ausmaß ein. Es gibt keine Erfahrung mit der Beendigung und Rückabwicklung von QE-Programmen. QE scheint auf die Märkte wie eine Droge zu wirken: Sie wollen immer mehr davon, und der Entzug könnte zu sehr schwerwiegenden Verwerfungen führen. Wenn das

---

<sup>277</sup> Einen Überblick über die Ergebnisse diesbezüglicher wissenschaftlicher Studien gibt *Hanno Beck*, *Großes Geld mit kleiner Wirkung*, FAZ v. 23.3.2015, S. 18.

<sup>278</sup> Vgl. z.B. zu Japan *Hackhausen / Mallien* (Fn. 222); *Christoph Neidhart*, *Warum Abenomics gescheitert ist*, Süddeutsche.de 15.8.2014, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/wirtschaft-in-japan-warum-abenomics-gescheitert-ist-1.2088596> (abgerufen 26.2.2015).

<sup>279</sup> Vgl. *Beck* (Fn. 277); *Ehnts* (Fn. 272).

<sup>280</sup> Vgl. z.B. *Thomas Meyer*, *Draghi und Abe*, FAZ v. 14.2.2015, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/mayers-weltwirtschaft-draghi-und-abe-13428817.html> (abgerufen 26.2.2015);

erstrebte Inflationsziel erreicht ist, könnte es sein, dass die Inflationsrate über die von der EZB als Ziel angesehenen 2 % weiter ansteigt. Dann könnte es notwendig werden, die Geldmenge wieder zu verkleinern, um ein zu starkes Ansteigen der Inflation zu verhindern. Das ESZB müsste die riesigen Mengen angekaufter Staatsanleihen wieder verkaufen. Was aber, wenn sich dafür keine Käufer finden? Dann könnte die Inflation außer Kontrolle geraten. Die riesigen Zentralbankgeldmengen, die durch QE entstehen, könnten zu einer rasanten Inflationsentwicklung führen. Sie haben ja in den Ländern mit QE-Programmen nur deshalb bisher keine inflationäre Entwicklung ausgelöst, weil sie von den Banken nur zu einem sehr kleinen Teil in die Realwirtschaft eingespeist worden sind, während sie dort, wo sie hinfließen – nämlich in den Aktienmärkten und den Immobilienmärkten – sehr wohl inflationär gewirkt haben. – Das Risiko einer außer Kontrolle geratenden Inflation ist ein sehr großer Nachteil, der den kleinen Vorteil, das Deflationsrisiko zu verkleinern, wesentlich überwiegen dürfte.

- Mit den angekauften Staatsanleihen und anderen Wertpapieren nehmen die EZB und die NZBen Ausfallrisiken in einer Größenordnung in ihre Bilanz, die der konventionellen Geldpolitik fremd sind. Das Risiko einer Staatsinsolvenz auf seiten der Emittenten der angekauften Staatsanleihen ist ernst zu nehmen. Im Falle der Insolvenz eines Krisenstaates könnten dem Eurosystem außerordentlich große Verluste entstehen, wenn es in dem geplanten Umfang Staatsanleihen des zahlungsunfähigen Staates gekauft hat. Zwar hat die EZB gewisse Vorkehrungen zur Eingrenzung dieses Risikos getroffen, indem sie vorgegeben hat, dass nur Anleihen mit einem Mindestrating gekauft werden. Doch die Bonitätsbewertungen der Ratingagenturen beruhen gerade auch darauf, dass die europäischen Rettungsschirme einen Zahlungsausfall verhindern. Was passiert, wenn die Rettungsschirme nicht mehr helfen können, weil entweder kein Kapital mehr da ist, oder weil die Krisenstaaten sich weigern, Strukturreformen durchzuführen, ist in den Risikobewertungen offenbar nicht berücksichtigt.
- Je mehr Staatsanleihen das Eurosystem auf seiner Bilanz hat, desto abhängiger wird es von der Politik. Die Bedeutung des berühmten Satzes von EZB-Präsident *Mario Draghi*, die EZB werde tun „whatever it takes“, um den Euro zu erhalten<sup>281</sup>, erhält durch den massenhaften Staatsanleihenankauf eine neue Dimension: Die EZB wird gezwungen sein, insolvenzgefährdete Staaten mit Krediten oder weiteren Staatsanleihenkäufen zu stützen, um die aus einer Insolvenz resultierenden riesigen eigenen Verluste zu vermeiden, und sie wird in diesem Sinne auch dann handeln müssen, wenn geldpolitisch eine restriktive Politik angezeigt wäre. Damit gefährdet die EZB ihre geldpolitische Unabhängigkeit in hohem Maße. Dies ist ein sehr schwerwiegender Nachteil der QE-Programme.
- Das Staatsanleihenankaufprogramm wird die Renditen der Staatsanleihen, die in den Krisenstaaten bereits infolge des OMT-Programms sehr stark gesunken waren, noch weiter senken. Die Risikoprämien auf Staatsanleihen der Krisenstaaten, die bis Mitte

---

<sup>281</sup> Gesprochen am 16.7.2012 in London, vgl. z.B. FAZ v. 25.7.2014 („Mit drei magischen Worten in die neue Eurowelt“), <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/whatever-it-takes-mit-drei-magischen-worten-in-die-neue-eurowelt-13064843.html>.

2012 in manchen Staaten zweistellige Prozentsätze erreichten, sind bereits jetzt weitgehend abgeschmolzen und etwa in Spanien und Italien auf kleine Restaufschläge reduziert<sup>282</sup>. Die EZB hat mit ihrer Niedrigzinspolitik die Renditen schon bis Ende 2014 auf beispiellose Tiefstände heruntergedrückt<sup>283</sup>; durch die Staatsanleihenkäufe im Rahmen des PSPP werden sie noch weiter sinken; das Zinsniveau erreicht ein historisch noch nie dagewesenes Tief. Das bedeutet, dass die Staaten sich so günstig wie nie zuvor verschulden können<sup>284</sup>. Auf diese Weise entsteht ein starker Anreiz für die Regierungen, die ökonomischen Probleme ihrer Staaten mit schuldenfinanzierten Konjunkturprogrammen statt mit Strukturreformen anzugehen. Den Staaten wird der ökonomische Druck zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Sanierung der öffentlichen Haushalte genommen. Die Staatsverschuldung wird weiter ansteigen, und die ökonomischen Probleme werden zunehmen<sup>285</sup>. Vor allem aber setzt sich die EZB, indem sie für die Regierungen der Eurostaaten mit ihrer Niedrigzinspolitik und der Abnahmegarantie für Staatsanleihen einen *moral hazard* zu immer weiterer Verschuldung schafft, in krassen Widerspruch zur Intention des AEUV, derartige Anreize zu vermeiden und die Eigenverantwortlichkeit der Staaten und die Solidität der Haushaltsfinanzierung zu fördern.

- Wenn die Staaten, die jetzt schon viel zu hoch verschuldet sind, die einmalig günstigen Zinskonditionen nutzen, sich noch mehr zu verschulden, könnte es für die EZB unmöglich werden, aus der Nullzinspolitik wieder auszusteigen, auch wenn zur Inflationsbekämpfung höhere Zinsen dringend notwendig wären. Denn höhere Zinsen würden dann diese Staaten an den Rand der Zahlungsunfähigkeit bringen. Die Unabhängigkeit der EZB wäre auch unter diesem Aspekt verloren – sie hätte sich selbst in den Netzen der Fiskalpolitik verstrickt<sup>286</sup>.
- Ähnliche Effekte wie die oben beschriebenen kann es sogar in Drittstaaten, insbesondere in Schwellenländern, geben. Das zeigt sich jetzt beim Versuch der Fed, aus der QE-Politik allmählich auszusteigen. So warnte die geschäftsführende Direktorin des IWF, *Christine Lagarde*, vor den Gefahren einer geldpolitischen Wende der USA für die Schwellenländer. Dort hätten sich als Folge der amerikanischen Politik des billigen Geldes und gewaltiger Kapitalzuflüsse Risiken aufgetürmt. Anleihe- und Aktienkurse

282 Graphiken zur Entwicklung der Renditen finden sich z.B. hier: <http://www.marktdaten.de/charts/zinsen/staatsanleihen-eu.htm> (abgerufen 15.3.2015).

283 Zu den aktuellen Renditen für 10-jährige Staatsanleihen s. *ECB*, Long-term interest rate statistics for EU Member States, <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html> (abgerufen 15.3.2015).

284 Es kann sogar zu negativen Renditen kommen. Dann verdienen die Staaten mit ihren Schulden sogar noch Geld. Das ist z. Zt. für Deutschland der Fall: Nach Berechnungen der Royal Bank of Scotland liegen bereits mehr als 60 % der Bundesanleihen im negativen Renditebereich. In Frankreich weisen hieraufhin 38 % der Staatsanleihen, in den Niederlanden fast die Hälfte eine negative Rendite auf, FAZ v. 21.1.2015, <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/ezb-kaufprogramm-bringt-staatsanleihen-negative-rendite-13383513.html> (abgerufen 15.3.2015).

285 Vgl. z.B. *Oliver Holtemöller*, Die Zentralbank verliert ihre Unabhängigkeit, FAZ v. 9.2.2015, S. 16.

286 Vgl. *Holtemöller* (Fn. 285). – Zur Gefährdung der Unabhängigkeit der EZB durch das PSPP näher unten C.VI.3. m.w.N.

seien stark nach oben getrieben worden. Wenn sich die Geldpolitik ändere, bestehe die Gefahr, dass sich die Verwundbarkeit dieser Länder zeige<sup>287</sup>. – Also verursacht das durch Quantitative Easing in das Finanzsystem gepumpte billige Geld *moral hazards* und Vermögenspreisblasen auch in Schwellenländern, weil das Geld mangels hinreichender attraktiver Anlagemöglichkeiten im Binnenmarkt auch dorthin strömt. Wenn aber dort bei einem Ausstieg aus der QE-Politik die Märkte zu kollabieren drohen, kann das nicht nur schwerwiegende Rückwirkungen auf das Finanzsystem wie auch auf die Realwirtschaft in der Europäischen Union haben. Es würde auch – wie die IWF-Stellungnahme zeigt – internationaler Druck auf die EZB aufgebaut werden, von einer Politik Abstand zu nehmen, die eigentlich im Sinne der Wahrung der Preisstabilität geboten wäre.

- Ein weiterer Nachteil des Ankaufprogramms ist die oben schon erwähnte Umverteilungswirkung: Die Vermögenden werden noch reicher auf Kosten derjenigen, die jetzt schon wenig haben (C.V.3.b aa).
- Die Niedrigzinspolitik entwertet in hohem Maße Sparvermögen und die Alterssicherung<sup>288</sup>. Bereits vor dem EAPP wurden die Verluste der deutschen Sparer, die auf die Niedrigzinspolitik der EZB zurückgehen, auf 70 Mrd. Euro pro Jahr beziffert<sup>289</sup>. Diese Einbußen werden infolge des EAPP noch erheblich zunehmen. Damit entfällt ein Anreiz zum Sparen, zur Vermögensbildung und vor allem zu eigenverantwortlicher Altersvorsorge. Dies wird die sozialen Sicherungssysteme, die jetzt schon unter der katastrophalen demographischen Situation leiden, noch zusätzlich in großem Ausmaß belasten.
- Die Vermögensmärkte werden hingegen aufgebläht. Es besteht die Gefahr, dass Preisblasen an den Aktien- und Immobilienmärkten entstehen, deren Zerplatzen zu schwerwiegenden gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen führen kann. Das Platzen der Immobilienblase in den USA und die daraus resultierende Finanzkrise seit 2007 ist ein abschreckendes Beispiel.

Eine Abwägung der genannten Vor- und Nachteile der Ankaufprogramme ergibt, dass die Nachteile sehr deutlich überwiegen. Das EAPP und insbesondere das PSPP sind daher auch unangemessen, also im engeren Sinne unverhältnismäßig, und auch aus diesem Grunde rechtswidrig.

---

<sup>287</sup> FAZ v. 18.3.2015, S. 18 („Das Geduldsspiel der Fed“).

<sup>288</sup> Vgl. z.B. FAZ v. 3.12.2014, S.23: „Die Lage ist viel ernster, als viele glauben“; FAZ v. 3.2.2015, S.15: „Wirtschaft ächzt wegen EZB-Politik unter Pensionslast“; FAZ v. 21.1.2015, S. 17: „Anleihekäufe gefährden Altersvorsorge“; *Gunnar Beck*, Zum Schaden der Sparer, *Süddeutsche.de* v. 12.9.2014, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/forum-zum-schaden-der-sparer-1.2118959> (abgerufen 6.3.2015).

<sup>289</sup> *Gerhard Rösl / Karl-Heinz Tödter*, Zins- und Wohlfahrtseffekte extremer Niedrigzinspolitik für die Sparer in Deutschland. Research On Money in the Economy Discussion Paper Serien No 2015-01, January 2015, [https://www.oth-regensburg.de/fileadmin/media/professoren/bw/roesl/Roesl\\_Toedter\\_Kosten\\_der\\_NZP\\_rome\\_wp\\_2015-01.pdf](https://www.oth-regensburg.de/fileadmin/media/professoren/bw/roesl/Roesl_Toedter_Kosten_der_NZP_rome_wp_2015-01.pdf) (abgerufen 6.3.2015)

## 6. Der wirtschafts- und fiskalpolitische Charakter der objektiv verfolgten Ziele

Wie gezeigt wurde, lässt sich das PSPP anhand der von der EZB in ihrer Begründung angegebenen Zwecke nicht rechtfertigen. Im Hinblick darauf, dass die EZB mit einem gigantischen Aufwand unter Inkaufnahme exorbitanter Risiken kleine Ziele mit mickrigen Erfolgsaussichten anstrebt, liegt die Annahme nahe, dass es andere, unausgesprochene Ziele gibt, die mit den Staatsanleihenkäufen verfolgt werden. Ohne sich auf das Feld der Spekulation über unausgesprochene Absichten zu begeben, lässt sich jedenfalls sagen, welchen Zwecken das Ankaufprogramm objektiv dient – in dem Sinne, was das Programm objektiv bewirkt. Und man kann sich fragen, ob diese objektive Zwecksetzung geeignet ist, das Programm zu rechtfertigen, oder ob sie sogar umgekehrt zusätzliche Gründe für die Rechtswidrigkeit des Programms offenbart.

### a) Bankenrettung und Bankenförderung

Das ESZB kauft monatlich für rund 60 Mrd. Euro Staatsanleihen. Staatsanleihen in dem dafür benötigten Volumen werden von Großinvestoren gehalten, vor allem von Banken. Mit den Staatsanleihenkäufen können die EZB beziehungsweise die NZBen Banken, deren Bilanzen mit problematischen Staatsanleihen aus Krisenstaaten belastet sind, diese Anleihen abnehmen. Die Banken werden dadurch von Risiken entlastet.

*Hans-Werner Sinn*, der Präsident des ifo-Instituts, hat dazu gesagt: Der Hauptgrund für die Beschlüsse sei nicht die Bekämpfung der Deflation, sondern die Rettung der Banken und Staaten der Krisenländer. „Die Käufe werden die Kurse der von den Banken gehaltenen Staatspapiere erhöhen und den Banken neues Eigenkapital verschaffen.“<sup>290</sup> Die Deflation sei ein vorgeschobenes Argument für den geplanten Kauf von Staatsanleihen durch die EZB. Hinter der These, die Inflation sei nicht hoch genug, stecke etwas anderes. Dahinter stecke der Wunsch, die Banken Südeuropas zu entlasten, die sich mit toxischen Staatspapieren vollgestopft hätten. Die könnten ihren Schrott jetzt bei ihren Notenbanken abladen und ihre Bilanzen bereinigen. Die Staaten Südeuropas ständen vor der Pleite und wären pleite, wenn es normale Zinsen gäbe. Die EZB wolle diese Staatspapiere sozialisieren<sup>291</sup>.

Banken vor Verlust- und Insolvenzrisiken zu retten, ist jedoch keine Aufgabe der Geldpolitik. Vielmehr handelt es sich um eine Frage der Wirtschaftspolitik. Die zuständigen Parlamente müssen darüber entscheiden, ob das Geld der Steuerzahler dafür eingesetzt werden soll oder nicht.

<sup>290</sup> ifo-Präsident Sinn kritisiert die Europäische Zentralbank, 22.1.2015, [http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q1/press\\_20150122\\_ezb.html](http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q1/press_20150122_ezb.html) (abgerufen 20.3.2015).

<sup>291</sup> „Banken können ihren Schrott abladen“, Interview mit *Hans-Werner Sinn*, Deutschlandfunk 19.1.2015, [http://www.deutschlandfunk.de/schuldenankauf-der-ezb-banken-koennen-ihren-schrott-abladen.694.de.html?dram:article\\_id=309049](http://www.deutschlandfunk.de/schuldenankauf-der-ezb-banken-koennen-ihren-schrott-abladen.694.de.html?dram:article_id=309049) (abgerufen 20.3.2015).

Ein weiteres Motiv könnte sein, den Banken zusätzliche Gewinnmöglichkeiten zu verschaffen. Wenn es einen sicheren Profiteur der Ankaufprogramme gibt, sind es die Banken. Wenn diese die von ihnen gehaltenen Staatsanleihen an die EZB verkaufen und mit dem Erlös neue Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, die sie dann mit Gewinn an die EZB weiterverkaufen, machen sie stets ein Geschäft.

Das Geschäft der Banken anzukurbeln, gehört jedoch nicht zu den Aufgaben der EZB.

### **b) Monetäre Staatsfinanzierung**

Objektiv erleichtert die EZB mit dem PSPP den Eurostaaten, sich neu zu verschulden. Denn das Staatsanleihenankaufprogramm dient gezielt der Senkung der Zinsen für Staatsanleihen. Das Programm dient daher objektiv der monetären Staatsfinanzierung, wie unten noch eingehend begründet wird (C.VI.). Die monetäre Staatsfinanzierung verstößt nicht nur gegen ein materiellrechtliches Verbot. Indem die EZB Zentralbankgeld schafft, um die Verschuldung von Eurostaaten zu erleichtern, verlässt sie auch das Gebiet der Geldpolitik und begibt sich auf das Gebiet der Fiskalpolitik. Für diese sind aber die Mitgliedstaaten zuständig. Somit ist das PSPP auch unter diesem Aspekt ein rechtswidriger Ultra-vires-Akt.

### **c) Eurorettung**

Ein weiteres Motiv der EZB für das QE-Staatsanleihenankaufprogramm könnte die sogenannte „Eurorettung“ sein. Schließlich hatte EZB-Präsident *Draghi* mit der berühmten Rede, mit der er die Zinswende auf den Staatsanleihenmärkten einleitete und ankündigte, dass die EZB dafür sorgen würde, dass die drastischen Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen der Krisenstaaten beseitigt würden, gesagt: „The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“<sup>292</sup> Das war die Vorankündigung des kurze Zeit später angekündigten OMT-Programms. Nachdem sich das OMT-Programm vor allem wegen der Selektivität der Staatsanleihenkäufe (nur Käufe von Krisenstaaten), aber auch wegen der Verknüpfung der Konditionalität der EFSF- oder ESM-Hilfsprogramme als rechtlich höchst problematisch erwiesen hatte, ist es denkbar, dass die EZB mit dem QE-Staatsanleihenankaufprogramm das OMT-Programm überflüssig machen will. Dem neuen Programm könnte der Gedanke zugrunde liegen, dass nicht-selektive Käufe von Anleihen aller Eurostaaten mit dem geldpolitischen Mandat besser vereinbar seien als die selektiven Käufe gemäß dem OMT-Programm. Das eine Eurorettungsprogramm würde somit durch ein anderes, schwerer angreifbares und wegen des größeren Volumens noch wirksameres ersetzt.

---

<sup>292</sup> *Mario Draghi*, President of the ECB, Speech at the Global Investment Conference in London 26 July 2012, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (abgerufen 1.2.2015).

Sollte dies die heimlich intendierte und / oder objektiv gegebene Funktion des PSPP sein, dann überschritte dieses Programm eindeutig die Kompetenzen der EZB. Denn Euro-Rettungspolitik ist eindeutig Wirtschaftspolitik und nicht Geldpolitik. Das Ziel, den „Euro zu retten“ und seine Irreversibilität sicherzustellen, streben die Eurostaaten mit ihrer Rettungspolitik an, insbesondere mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Der EuGH hat in seinem Pringle-Urteil festgestellt, dass diese Politik in die wirtschaftspolitische Zuständigkeit der Mitgliedstaaten und gerade nicht in die währungspolitische Zuständigkeit der EZB falle<sup>293</sup>.

## 7. Staaten mit Hilfsprogramm: Konditionalität, Parallelität und fehlende Bonität

Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP) unterscheidet sich vom OMT-Programm insbesondere dadurch, dass nicht nur Staatsanleihen von Problemstaaten gekauft werden und dass einige der Kriterien, die das Bundesverfassungsgericht herangezogen hat, um das OMT-Programm als Ultra-vires-Akt zu bewerten (Selektivität, Konditionalität, Parallelität, Umgehung der Bedingungen der Hilfsprogramme) für das PSPP im ganzen nicht gelten. Richtet man den Blick nur auf das PSPP im ganzen, so erfasst man die Problematik dieses Programms jedoch nicht voll. Denn das Programm enthält Sonderregelungen für die sogenannten „Programmstaaten“, also für die Staaten, die Finanzhilfe vom IWF, von der EFSF oder vom ESM erhalten. Und im Hinblick auf diese Staaten entfaltet das PSPP Wirkungen, die denen entsprechen, die das Bundesverfassungsgericht bezüglich des OMT-Programms beanstandet hat.

Grundsätzlich kauft das ESZB im Rahmen des PSPP nur Staatsanleihen mit einer Bonitätsbewertung von mindestens CQS3<sup>294</sup>. Gemäß Art. 3 Abs. 2 lit. (c) Entscheidung vom 4.3.2015<sup>295</sup> i.V.m. Art. 8 der Leitlinie EZB/2014/31 v. 9.7.2014 können Staatsanleihen, die das Mindestrating von CQS3 nicht erfüllen, dennoch gekauft werden, wenn sie von einem sogenannten Programmstaat stammen, also einem Staat, der Finanzhilfe vom IWF, von der EFSF oder vom ESM erhält.

### a) Mangelnde Bonität

Mit dieser Regelung wird das OMT-Programm praktisch fortgesetzt: Die Programmstaaten erhalten eine Sonderbehandlung. Das ESZB kauft auch Ramschanleihen auf, wenn der betreffende Staat ein Programmstaat ist. Schon hieraus ergibt sich, dass es der EZB insoweit nicht um Geldpolitik, sondern um Wirtschaftspolitik geht. Im Rahmen der Geldpolitik kommt der Ankauf von Staatsanleihen nur dann in Betracht, wenn diese ein Rating aufwei-

<sup>293</sup> *EuGH*, Urt. v. 27.11.2012 – Rs. C-370/12 – Pringle, Rn. 55 ff.; *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 72 = BVerfGE 134, 366 (405 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>294</sup> Art. 3 Abs. 2 lit. (a) Entscheidung vom 4.3.2015 (Fn. 10).

<sup>295</sup> Fn. 10.

sen, aufgrund dessen die Zentralbanken sie auch als Sicherheit für Darlehen akzeptieren könnten. Ist dies nicht der Fall – wie bei den hier in Rede stehenden Staatsanleihen der Programmstaaten –, verstößt der Ankauf gegen den Rechtsgedanken, den Art. 18.1. zweiter Spiegelstrich ESZB-Satzung zum Ausdruck bringt<sup>296</sup>.

Die einzigen Programmstaaten sind zur Zeit Griechenland und Zypern. Gerechtfertigt werden die Käufe jetzt ja mit Quantitative Easing, also mit Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge zur Anhebung der Inflationsrate. Dazu aber braucht man griechische und zyprische Staatsanleihen nicht. Sie fallen im PSPP quantitativ kaum ins Gewicht, tragen also ohnehin nichts Relevantes zur Geldmengenausdehnung bei. Das geringe Volumen, das entfiel, wenn auf Käufe von Anleihen mit minderer Bonität verzichtet würde, ließe sich völlig unproblematisch durch zusätzliche Käufe von Anleihen ausgleichen, die das generell vorgegebene Rating aufweisen. Dass das PSPP den Programmstaaten eine Sonderstellung einräumt, lässt sich somit nicht geldpolitisch erklären, sondern ausschließlich damit, dass diese Staaten durch den Ankauf ihrer Staatsanleihen gefördert werden sollen.

### **b) Konditionalität**

Die oben dargestellte Vorzugsbehandlung endet, wenn der EZB-Rat feststellt, „dass der betreffende Mitgliedstaat die mit der finanziellen Unterstützung und / oder dem makroökonomischen Anpassungsprogramm verbundenen Auflagen nicht erfüllt“<sup>297</sup>. Wie die OMTs sind somit auch die Ankäufe von Staatsanleihen der Programmländer im Rahmen des PSPP mit einer „Konditionalität“ verknüpft. Das Bundesverfassungsgericht hat diese Konditionalität als Gesichtspunkt dafür gewertet, dass es sich nicht um Geld-, sondern um Wirtschaftspolitik handelt<sup>298</sup>. Der Generalanwalt sieht die Konditionalität ebenfalls, allerdings aus anderen Gründen, als rechtswidrig an<sup>299</sup>.

### **c) Parallelität**

Auch die Parallelität des Ankaufprogramms zu den Hilfsprogrammen der Rettungsschirme (EFSF, ESM) sieht das Bundesverfassungsgericht zu Recht als Indiz für Wirtschaftspolitik an. Denn die EZB macht mit dem Ankaufprogramm das gleiche, was die Rettungspolitiker mit den Rettungsschirmen tun<sup>300</sup>. Dies gilt auch – und erst recht – für die Käufe von

<sup>296</sup> Vgl. *Siekmann* (Fn. 224), S. 147 = IMFS Working Paper S. 39.

<sup>297</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 2 Leitlinie EZB/2014/31 v. 9.7.2014.

<sup>298</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 77 = BVerfGE 134, 366 (408) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>299</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 143 ff.

<sup>300</sup> Vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 74-76 = BVerfGE 134, 366 (407 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.



Staatsanleihen der Programmstaaten im Rahmen des PSPP. Bezüglich des OMT-Programms hatte des EZB noch eine – vom Bundesverfassungsgericht zu Recht als nicht überzeugend angesehene – geldpolitische Rechtfertigung mit einer Störung des Transmissionsmechanismus versucht. Bezüglich des PSPP ist eine geldpolitische Rechtfertigung für Käufe von Staatsanleihen der Programmstaaten, die nicht das für alle anderen Staaten vorgeschriebene Mindestrating aufweisen, völlig unmöglich.

#### **d) Umgehung**

Schließlich ist noch auf den vom Bundesverfassungsgericht bezüglich des OMT-Programms thematisierten Umgehungsgesichtspunkt<sup>301</sup> hinzuweisen. Dieser Gesichtspunkt gilt auch für das PSPP. Es handelt sich nur um einen zusätzlichen Gesichtspunkt, der die Indizienkette für den wirtschaftspolitischen Charakter des Ankaufs von Staatsanleihen der Programmstaaten verstärkt. Auch ohne diesen Gesichtspunkt ist der wirtschaftspolitische Charakter dieses Teils des PSPP jedoch evident.

#### **e) Ergebnis**

Unabhängig davon, dass – wie oben gezeigt – das gesamte QE-Staatsanleihenankaufprogramm von der geldpolitischen Kompetenz der EZB nicht gedeckt ist, ist jedenfalls der Ankauf von Staatsanleihen der Programmstaaten, die nicht die allgemein vorgeschriebene Mindestbonitätsbewertung aufweisen, eine wirtschaftspolitische Maßnahme und somit ein Ultra-vires-Akt.

### **VI. Verstoß des PSPP gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung**

#### **1. Funktionale Äquivalenz der Anleihenkäufe mit Käufen am Primärmarkt**

Mit den Staatsanleihenankäufen im Rahmen des PSPP will die EZB die Renditen der Staatsanleihen und somit das Zinsniveau für diese Papiere senken. Angesichts des Volumens des Ankaufprogramms greift sie massiv in die Bildung des Marktpreises für Staatsanleihen ein<sup>302</sup>. Auf der Basis des Marktzinses, der sich wegen des PSPP erheblich niedriger einpendelt als ohne dieses Programm, können sich die Staaten bei Neuemissionen wesentlich billiger verschulden als ohne das PSPP<sup>303</sup>. Mit dem PSPP führt die EZB somit

---

<sup>301</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 79 = BVerfGE 134, 366 (408 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>302</sup> Auf das Volumen stellt *Nitze* (Fn. 85), S. 147, maßgeblich ab.

<sup>303</sup> Der Preis für Staatsanleihen am Sekundärmarkt ist das entscheidende Signal für den Zinssatz, den der betreffende Staat am Primärmarkt anbieten muss, wenn er erfolgreich neue Staatsanleihen anbieten will,

sowohl ihrer Intention nach als auch in den objektiven Wirkungen genau das gleiche herbei, was sie mit Staatsanleihenkäufen am Primärmarkt bewirken würde: Sie ermöglicht es den Staaten, sich mit geringeren Kosten zu verschulden, als ihnen dies ohne die Käufe des ESZB möglich wäre<sup>304</sup>. Das Volumen des Ankaufprogramms ist so groß, dass es geeignet ist, die Renditen der Staatsanleihen erheblich nach unten zu drücken. Bereits auf die Ankündigung des Programms haben die Marktteilnehmer entsprechend reagiert<sup>305</sup>.

Die EZB hat auch keine wirksame Vorsorge getroffen, um solche Wirkungen zu vermeiden (was ja auch kontraproduktiv wäre, weil die Wirkungen beabsichtigt sind). Sie hat zwar in Art. 4 Abs. 1 ihres Beschlusses vom 4. März 2015<sup>306</sup> festgelegt, dass es eine „black-out period“ für Käufe geben soll. Es ist richtig, dass sich ein Marktpreis nicht bilden könnte, wenn die EZB oder die NZBen unmittelbar nach Emission einer Anleihe am Primärmarkt diese Anleihe dem dortigen Käufer abkaufen würde. Dies wird durch die „black-out period“ verhindert. Daraus kann aber nicht umgekehrt geschlossen werden, dass auf diese Weise die Bildung eines Marktpreises ermöglicht wird. Das Gegenteil ist evident richtig. Denn der Markt ist nicht im Ungewissen darüber, ob und in welchem Umfang die EZB Staatsanleihen kaufen wird. Vielmehr gibt die EZB den Marktteilnehmern Gewissheit darüber, dass sie in jedem Monat für mehrere Dutzend Milliarden Euro Staatsanleihen kaufen wird. Auch der Verteilungsschlüssel für die Käufe – nämlich in Relation zum Schlüssel der Kapitalanteile der Eurostaaten an der EZB – ist den Marktteilnehmern bekannt. Somit können die Marktteilnehmer diese Käufe ohne Risiko in ihre Kalkulationen einpreisen. Der Preis, der sich hierbei bildet, ist kein wirklicher Marktpreis, sondern es ist der durch die EZB-Intervention determinierte Preis. Daher ist die „black-out period“ völlig ungeeignet sicherzustellen, dass die Staaten sich nur zu Marktpreisen verschulden können, wie Art. 123 Abs. 1 AEUV dies verlangt. Art. 4 Abs. 1 des Beschlusses vom 4.3.2015 ist nichts anderes als ein Verschleierungsmanöver, mit dem die EZB den Anschein erwecken will, sie komme der Anforderung des Generalanwalts<sup>307</sup> nach, mit hinreichenden Garantien sicherzustellen, dass ihr Tätigwerden mit dem Verbot der monetären Finanzierung vereinbar ist. Es ist völlig evident, dass Art. 4 Abs. 1 des Beschlusses eine solche Garantie nicht bieten kann, sondern im Hinblick auf die – von der EZB nicht nur objektiv herbeigeführte, sondern ja auch beabsichtigte – Erleichterung der Neuverschuldung überhaupt nichts ausrichtet. Das ESZB ist ein nicht preissensitiver Käufer. Die EZB und die NZBen kaufen den

---

*Peter Sester*, Status und Zukunft der Währungsunion, in: Thomas M.J. Möllers / Franz-Christoph Zeitler, Europa als Rechtsgemeinschaft – Währungsunion und Schuldenkrise, 2013, S. 175 (177).

<sup>304</sup> Vgl. z.B. *Andrew Johnston / Trevor Pugh*, The Law and Economics of Quantitative Easing, July 7, 2014. Sheffield Institute of Corporate and Commercial Law Working Paper Series, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2463160](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2463160) (abgerufen 3.3.2015), S. 17 f. m. eingehender Erläuterung.

<sup>305</sup> Dies hat EZB-Präsident *Draghi* auf den Pressekonferenz vom 5.3.2015 stolz verkündet: “The market reaction to the announcement, the expectation first and the announcement second, of our asset purchase programme has also been quite effective and quite positive.”, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Nicosia, 5 March 2015 <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150305.en.html#qa> (abgerufen 8.3.2015).

<sup>306</sup> S.o. Fn. 10.

<sup>307</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 227.

Banken die Staatsanleihen zu dem überhöhten Preisniveau ab, auf das sie durch die Ankündigung des Programms die Preise hinaufgetrieben haben. Die Banken wissen, dass die EZB eine bestimmte Menge kaufen wird. Das geht sogar so weit, dass die EZB, um ihr Ankaufprogramm mit den geplanten 60 Mrd. Euro pro Monat durchzuziehen, bereit ist, Staatsanleihen selbst dann zu kaufen, wenn die Rendite negativ ist<sup>308</sup>, wenn also die EZB mit Sicherheit ein Verlustgeschäft macht.

Die oben dargelegte Auffassung hat der EuGH in seinem OMT-Urteil bestätigt<sup>309</sup>. Dort heißt es, dass das ESZB an den Sekundärmärkten nicht Staatsanleihen kaufen dürfe, wenn dem die gleiche Wirkung wie Käufe am Primärmarkt zukommt (Rn. 97) oder wenn die Ankäufe am Sekundärmarkt eingesetzt werden, um das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel zu umgehen (Rn. 101). Dieses Ziel bestehe darin, die Mitgliedstaaten zu einer gesunden Haushaltspolitik anzuhalten, indem vermieden wird, dass eine monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite oder Privilegien der öffentlichen Hand auf den Finanzmärkten zu einer übermäßigen Verschuldung oder überhöhten Defiziten der Mitgliedstaat führen (Rn. 100). Der EuGH stellt dann fest, der Erwerb von Staatsanleihen durch das ESZB am Sekundärmarkt könne die gleiche Wirkung wie der unmittelbare Erwerb haben, „wenn die Wirtschaftsteilnehmer, die möglicherweise Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, die Gewissheit hätten, dass das ESZB diese Anleihen binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen ankaufen würde, die es diesen Wirtschaftsteilnehmern ermöglichen, faktisch als Mittelspersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen des betreffenden Mitgliedstaats zu agieren“ (Rn. 104). Diese Formulierung ist zwar meines Erachtens viel zu eng, um die Umgehung des Verbots des Erwerbs von Staatsanleihen am Primärmarkt richtig zu erfassen. Dennoch entspricht das PSPP ihren Kriterien. Denn die Banken, die am Primärmarkt Staatsanleihen erwerben, können mit Sicherheit damit rechnen, sie an das ESZB ohne Verlust weiterreichen zu können, weil das monatliche Ankaufvolumen und auch seine Aufteilung auf die Staatsanleihen der verschiedenen Eurostaaten im voraus festgelegt und öffentlich angekündigt sind. Seine Ansicht, dass das OMT-Programm nicht gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstoße, hatte der EuGH damit begründet, dass im Rahmen dieses Programms ausgeschlossen sei, dass die EZB ihre Entscheidung, Staatsanleihenankäufe an den Sekundärmärkten vorzunehmen, oder das Volumen dieser Ankäufe vorher öffentlich ankündigt (Rn. 106). Dies aber ist beim PSPP anders. Hier sind Umfang und Zeitplan der Anleihenkäufe im voraus offiziell angekündigt.

Einige Autoren haben versucht, die Rechtmäßigkeit von Staatsanleihenankaufprogrammen damit zu begründen, dass die Sekundärmarktkäufe deshalb nicht mit dem verbotenen unmittelbaren Erwerb verglichen werden könnten, weil dieses Verbot bezwecke, die Marktmechanismen bei der Staatsfinanzierung auszuschließen. Wenn aber die EZB Anleihen am Sekundärmarkt kaufe, dann kaufe sie zu Preisen, die sich bereits am Markt gebildet hätten<sup>310</sup>. Dieses Argument ist offensichtlich für solche Programme verfehlt, bei denen die

---

<sup>308</sup> So EZB-Präsident *Draghi*, Pressekonferenz in Frankfurt am Main, 22.1.2015 (Fn. 9), questions and answers; *ders.*, Pressekonferenz v. 5.3.2015 in Nikosia (Fn. 305), questions and answers.

<sup>309</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a.

<sup>310</sup> Beispielsweise *Thiele* (Fn. 64), S. 63 f.

EZB ankündigt, dass und in welchem Umfang sie kaufen will. Denn dann kaufen die Marktteilnehmer nie zu Marktpreisen, sondern immer nur zu den durch die Ankündigung des Programms von der EZB bereits manipulierten Preisen<sup>311</sup>.

Schon wegen der oben dargestellten – beabsichtigten und objektiv bewirkten – Senkung des Zinsniveaus sind die Anleihenkäufe im Rahmen des PSPP Käufen am Primärmarkt funktional äquivalent<sup>312</sup>.

Dem hat man entgegengehalten, dass *jede* geldpolitische Maßnahme der Zentralbank sich indirekt auch auf die Finanzierungsbedingungen der Staaten auswirke. Fiskalisch völlig neutrale Geldpolitik könne es gar nicht geben. Auch die Erhöhung oder Senkung der Leit-zinsen habe fiskalische Wirkung, weil dadurch die Neuverschuldung nicht nur von Privatunternehmen, sondern auch von Staaten verteuert oder verbilligt werde. Deshalb könne eine Maßnahme der EZB nicht wegen solcher Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen der Staaten verboten sein. Andernfalls sei Geldpolitik überhaupt nicht möglich<sup>313</sup>. Dieses Argument verkennt aber, dass es ein wesentlicher und rechtlich erheblicher Unterschied ist, ob die Zentralbank zur Wahrung der Preisstabilität das *allgemeine Zinsniveau* beeinflusst, oder ob sie Staatsanleihen kauft und auf diese Weise *speziell* auf das Zinsniveau für Staatsanleihen Einfluss nimmt und so nicht generell den Preis für Kreditaufnahmen, sondern speziell den Preis für die Finanzierung staatlicher Defizite steuert. Das eine ist die normale, vertraglich vorgesehene Aufgabe der Zentralbank, das andere ist Staatsfinanzierung und mit Sinn und Zweck der vertraglichen Regeln unvereinbar.

---

<sup>311</sup> Das gilt tendenziell auch dann, wenn den Umfang der Käufe nicht präzise angekündigt ist. – Die Ansicht, Ankäufe der EZB am Sekundärmarkt wirke sich nicht auf die von den privaten Erwerbern am Primärmarkt gezahlten Risikoaufschläge aus – so *Thiele* (Fn. 64), S. 64 –, ist völlig wirklichkeitsfremd und durch die Entwicklung der Neuemissionen von Staatsanleihen der Krisenstaaten nach Ankündigung des OMT-Programms durch die EZB eindeutig widerlegt.

<sup>312</sup> A.A. *Thiele* (Fn. 64), S. 73, mit der Begründung, eine Umgehung sei nicht bereits dort anzunehmen, wo der Staat durch die Tätigkeit der Zentralbank in irgendeiner Form profitiert, weil weder aus dem primären Unionsrecht im allgemeinen noch aus Art. 123 Abs. 1 AEUV ein „allgemeines Begünstigungsverbot“ folge. Diese Argumentation geht am Problem vorbei. Es geht eben nicht um „allgemeine Begünstigungen“, sondern speziell um die Erleichterung der Finanzierung von Staatshaushalten. – Nach Auffassung *Thieles* (ebd.) liegt eine Umgehung erst dann vor, wenn und soweit durch das Verhalten der EZB „die besondere Sanktionswirkung des Primärmarktes aufgehoben würde“. Dem könnte man folgen, wenn damit gemeint wäre, dass nur solche Staatsanleihenkäufe gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstoßen, die nach Art und Umfang geeignet sind, die Schuldenbremse zu lösen, die sich aus dem Marktpreis ergibt, den Staaten für Kredite zahlen müssen, die sie sich am Finanzmarkt beschaffen müssen. Nur um solche Käufe geht es nach der hier vertretenen Auffassung, s.o. in diesem Abschnitt und unten im Abschnitt C.VI.2. *Thiele* meint hingegen, dass die „Sanktionswirkung des Primärmarktes“ nur dann aufgehoben würde, wenn die EZB eine unbegrenzte Ankaufgarantie zum Emissionspreis abgäbe oder wenn ein staatlicher Marktakteur mit „Banklizenz“ eingerichtet würde (S. 73 ff.). Das ist viel zu eng gesehen, so auch *Nitze* (Fn. 85), S. 146. Einer der Zwecke des Art. 123 Abs. 1 AEUV ist die Sicherung der Haushaltsdisziplin. Die ist nicht nur dann bedroht, wenn die Erwerber am Primärmarkt entweder staatliche Akteure sind oder als private Akteure eine Abnahmegarantie erhalten. Der Autor verkennt, dass die Ausnahme für Sekundärmarktkäufe nur deshalb in Art. 123 Abs. 1 AEUV aufgenommen wurde, damit geldpolitische Offenmarktgeschäfte im üblichen Rahmen – die sich nicht erheblich auf die Staatsfinanzierung auswirken – nicht unmöglich gemacht werden, nicht hingegen, um durch großvolumige Staatsanleihenkäufe die Finanzierungsbedingungen für Staaten zu erleichtern, dazu auch unten C.VI.8.

<sup>313</sup> Vgl. z.B. *Thiele* (Fn. 64), S. 65, und insb. *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 110.

Im übrigen wird die Zentralbank mit dem Erwerb der Staatsanleihe Gläubiger des betreffenden Staates. Die Rechtsbeziehung, die zwischen der Zentralbank und dem Staat besteht, ist bei Kauf einer Anleihe am Sekundärmarkt keine andere als bei Kauf am Primärmarkt. Der Kauf am Sekundärmarkt bewirkt ökonomisch eine Umschuldung: Der Käufer wird neuer Gläubiger; er tritt in die Rechtsstellung des bisherigen Gläubigers ein und erwirbt von diesem die Ansprüche gegen den Schuldner. Ursprünglich hatte durch Ankauf am Primärmarkt eine Bank den Staat finanziert. Jetzt kauft die Zentralbank die Staatsanleihe von der Bank. Auch Refinanzierung ist Finanzierung. Entscheidend ist, dass die Zentralbank mit neu geschöpftem Geld zur Finanzierung des Staatsdefizits beiträgt<sup>314</sup>.

Mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung könnte dies allenfalls dann vereinbar sein, wenn die Zwecke dieses Verbots dadurch nicht beeinträchtigt würden. Dies ist jedoch nicht der Fall. Schon die Erleichterung der Finanzierung durch gezielte Senkung des Zinsniveaus ist mit dem Verbotszweck unvereinbar. Auch die weiteren Zwecke werden – wie in den folgenden Abschnitten (2.-7.) gezeigt wird – schwerwiegend beeinträchtigt.

Hinzu kommt, dass bei einer makroökonomischen Betrachtung das QE-Staatsanleihenankaufprogramm auch unter folgendem Gesichtspunkt als Staatsfinanzierungsprogramm angesehen werden muss: In etlichen Eurostaaten steigt die Staatsverschuldung immer noch an. Die Haushalte der Staaten weisen Defizite auf, und die Staaten finanzieren die Defizite mit neuen Schulden. Jedes Jahr wird in der Eurozone somit ein erheblich größeres Volumen an Staatsanleihen neu emittiert als bei Endfälligkeit vom Markt genommen. Wenn in einem solchen Marktumfeld die Zentralbank Staatsanleihen am Sekundärmarkt kauft, dann finanziert sie per Saldo die Neuverschuldung<sup>315</sup>. Ein Lehrbuchautor hat das in genereller Form so ausgedrückt:

„Wenn eine expansive Budgetpolitik, d.h. ein Neuangebot von Staatsschuldtiteln, zeitlich mit einer expansiven Geldpolitik, d.h. einem Wertpapierkauf seitens der Notenbank zusammenfällt, so erfolgt per Saldo eine Neuverschuldung des Staates bei der Notenbank. Die expansive Wirkung auf die Geldmenge ist die gleiche, als wenn die Notenbank dem Finanzministerium einen direkten Kredit gewährt hätte.“<sup>316</sup>

Das PSPP hätte also allenfalls dann rechtmäßig sein können, wenn die EZB sichergestellt hätte, dass dieser Effekt nicht eintritt<sup>317</sup>. Sie hat aber nichts unternommen, diesen Finanzierungseffekt zu vermeiden. Sie ist freilich auch nicht in der Lage, die Eurostaaten an zu-

---

<sup>314</sup> Vgl. *Johnston/Pugh* (Fn. 304), S. 13.

<sup>315</sup> Vgl. auch *Hans-Werner Sinn*: „Wenn die EZB Papiere kauft, werden die Staaten neue Papiere verkaufen und somit von der Druckerpresse finanziert“, ifo-Präsident Sinn kritisiert die Europäische Zentralbank, 22.1.2015, [http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q1/press\\_20150122\\_ezb.html](http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q1/press_20150122_ezb.html) (abgerufen 20.3.2015).

<sup>316</sup> *Spahn* (Fn. 248), S. 246.

<sup>317</sup> Ich erinnere an die Aussage von GA *Cruz Villalón*: „Der Vertrag verbietet Geschäfte auf dem Sekundärmarkt nicht, aber wenn die EZB auf diesem Markt tätig wird, so verlangt er, dass sie dies mit hinreichenden Garantien tut, die sicherstellen, dass ihr Tätigwerden mit dem Verbot der monetären Finanzierung vereinbar ist.“, s.o. Fn. 90.

sätzlicher Verschuldung zu hindern; das wäre Sache der Kommission und des Rates der Europäischen Union. Aber die EZB hätte ihr Programm so gestalten können, dass sie nur Anleihen solcher Staaten kauft, die ihre übermäßige Verschuldung abbauen oder die zumindest gewährleisten, dass die Verschuldung nicht weiter ansteigt.

Ökonomisch betrachtet, ist es gleichgültig, ob die EZB Staatsanleihen am Primärmarkt oder an den Sekundärmärkten kauft. Zwar fließt das Zentralbankgeld nur bei Primärmarktkäufen unmittelbar an den betreffenden Staat, während es bei Sekundärmarktkäufen unmittelbar an die Inhaber der gekauften Anleihen – in der Regel Banken – fließt. Wenn die EZB aber Banken und anderen Finanzinstituten die Staatsanleihen abnimmt, die diese am Primärmarkt gekauft haben, haben diese wieder Mittel frei für weitere Staatsanleihenkäufe am Primärmarkt. Das Geld der EZB fließt also nur über den Umweg der Banken zu den betreffenden Staaten. Der einzige wirtschaftliche Unterschied zwischen Käufen unmittelbar bei den Staaten und Käufen bei den Banken besteht darin, dass die Banken noch ein glänzendes Geschäft machen und die Sache für die EZB daher teurer wird als bei Primärmarktkäufen.

## **2. Konterkarierung des Zwecks, die Haushaltsdisziplin zu wahren und einen *moral hazard* zu vermeiden**

### **a) Senkung des Zinsniveaus als mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung unvereinbarer *moral hazard***

Das PSPP bewirkt genau den *moral hazard*, den zu vermeiden das Verbot der monetären Staatsfinanzierung in den Vertrag aufgenommen worden ist<sup>318</sup>. Wenn nämlich die Eurostaaten sich praktisch zum Nulltarif verschulden können, weil die EZB das Zinsniveau auf fast Null oder sogar unter Null gedrückt hat, dann haben sie keinen Anreiz mehr, ihre – im Durchschnitt viel zu große – Staatsverschuldung abzubauen, ihre Haushalte zu sanieren und Neuverschuldung zu vermeiden, sondern es muss für sie verlockend erscheinen, die alten Schulden einfach durch neue – jetzt zum Nulltarif bereitgestellte<sup>319</sup> – Schulden zu tilgen und statt bei den Wählern unbeliebte Sparmaßnahmen und Strukturreformen durchzusetzen, die Staatsausgaben auszuweiten und die Defizite durch zusätzliche Schulden zu

<sup>318</sup> Im Ansatz zutreffend *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 100 f., 109.

<sup>319</sup> Die ohnehin geringen Zinsen, die die Staaten noch zahlen müssen, erhalten sie im übrigen in Form von Gewinnausschüttungen zurück, dazu noch unten C.VI.4. – In manchen Eurostaaten sind die Renditen der kurz- bis mittelfristigen Staatsanleihen heute schon negativ. Selbst in Italien, vor dem OMT-Programm der EZB noch ein Problemstaat mit hohen Risikoaufschlägen, sind die Renditen im kurzfristigen Bereich bereits negativ, *FAZ* v. 16.10.2015, S. 23: „Negative Zinsen breiten sich weiter aus“. Wenn dies auf Neuemissionen durchschlägt, bedeutet dies, dass die Staaten für neue Schulden nicht nur keine Zinsen zahlen müssen, sondern mit zusätzlicher Verschuldung sogar Geld verdienen: Sie erhalten von ihren Gläubigern, also auch von der EZB, bei Fälligkeit der Anleihen mehr Geld zurück, als sie bei der Emission bezahlt haben.

finanzieren<sup>320</sup>. Das PSPP läuft somit eindeutig dem Sinn und Zweck des Verbots der monetären Staatsfinanzierung zuwider.

In seiner OMT-Vorlageentscheidung hat das Bundesverfassungsgericht zutreffend festgestellt, dass Risikoaufschläge auf die Zinsen von Staatsanleihen „Ausdruck der auf Markt-anreize setzenden Eigenverantwortlichkeit der nationalen Haushalte“ seien, wie sie auch der Gerichtshof in seiner Pringle-Entscheidung betont habe. Sie können nicht durch Anleihenkäufe der Notenbanken gesenkt werden, ohne dass diese Eigenverantwortlichkeit außer Kraft gesetzt wird<sup>321</sup>.

Mit dem QE-Staatsanleihenankaufprogramm werden nun nicht in erster Linie Risikoaufschläge, sondern das Zinsniveau insgesamt hinuntermanipuliert. Der negative Effekt auf die Haushaltsdisziplin der derselbe.

Und dieser Effekt wird, um dies nochmals zu betonen, durch massive Käufe am Sekundärmarkt ebenso hervorgerufen wie er durch Käufe am Primärmarkt hervorgerufen würde. Weil die Staaten ihre Schulden fast nie abbauen, sondern nur in die Zukunft verschieben, indem sie fällige Anleihen durch neuemittierte Anleihen ersetzen („rollen“), hängt ihre Zahlungsfähigkeit entscheidend davon ab, dass sie setzt in der Lage sind, neue Staatsanleihen am Primärmarkt zu möglichst günstigen Zinskonditionen zu platzieren. Günstige Zinskonditionen am Primärmarkt aber gibt es wegen der Signalwirkung des Sekundärmarktes nur, wenn dort die Renditen niedrig sind. Übt ein Staat keine Haushaltsdisziplin und verschlechtert sich die Wettbewerbsfähigkeit seiner Wirtschaft, dann verlieren die Investoren das Vertrauen in diesen Staat; die Kurse der Anleihen am Sekundärmarkt werden sinken und die Renditen entsprechend steigen. Der Markt sendet das klare Signal an den Staat, durch Haushaltsdisziplin und Strukturreformen das Vertrauen der Anleger wieder herzustellen, um sich günstige Refinanzierungsmöglichkeiten zu verschaffen<sup>322</sup>. Diese Wirkung des Marktes auf die Haushaltsdisziplin wird durch das PSPP zerstört.

---

<sup>320</sup> Das sieht Bundesbankpräsident *Jens Weidmann* ebenso. Er hat mehrfach gesagt, dass mit dem Kauf von Staatsanleihen der Reformdruck auf die Krisenländer reduziert werde. Dies berge das Risiko, dass solides Haushalten vernachlässigt wird, siehe Pressemitteilung der Deutschen Bundesbank v. 26.1.2015, „Kauf von Staatsanleihen birgt Risiken“, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015\\_01\\_26\\_weidmann\\_kauf\\_staatsanleihen\\_birgt\\_risiken.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015_01_26_weidmann_kauf_staatsanleihen_birgt_risiken.html) (abgerufen 5.2.2015); *ders.*, Staatsanleihenkäufe sind kein Wundermittel, 17.12.2014, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014\\_12\\_17\\_weidmann\\_icfw.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014_12_17_weidmann_icfw.html) (abgerufen 5.2.2015). Ebenso der niederländischen Zentralbank *Klaas Knot*: Mit den Anleihekäufen der Zentralbank werde auf lange Zeit die Disziplinierung der Finanzpolitik von Regierungen durch den Markt außer Kraft gesetzt. Daher sei der Respekt finanzpolitischer Regeln durch die Regierungen sehr wichtig, FAZ v. 13.3.2015, S. 29 („EZB kauft Wertpapiere über 9,8 Milliarden Euro in drei Tagen“). Dass man hierauf aber nicht setzen kann, sondern dass die aus Anlass der „Euro-Rettung“ gerade erst verschärften Regeln zur Haushaltsdisziplin schon wieder aufgeweicht werden, zeigt die Entscheidung die – von den Finanzministern der Eurogruppe gebilligte – Entscheidung der Kommission, Frankreich zwei weitere Jahre Aufschub zur Einhaltung der Defizitgrenzen zu gewähren, dazu z.B. FAZ v. 25.2.2015, S. 15 („Defizitsünder Frankreich kann mit Milde rechnen“); FAZ v. 11.3.2015, S. 15 („Frankreich darf Defizitabbau bis 2017 strecken“); FAZ v. 13.3.2015, S. 20 („Weidmann: Umgang mit Defizit Frankreichs ist sehr problematisch“).

<sup>321</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 71 = BVerfGE 134, 366 (405) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>322</sup> *Sester* (Fn. 303), S. 177.

Zugleich wird durch das PSPP die Erhöhung der Staatsverschuldung gefördert. Das Ankaufvolumen ist so groß, dass die Eurostaaten nicht nur ihre fällig werdenden Staatsanleihen durch Neuemissionen ersetzen und so ihren Schuldenstand aufrechterhalten können, indem sie alte Schulden durch neue tilgen, per Saldo also nichts tilgen. Das PSPP verschafft den Eurostaaten darüber hinaus Spielraum für eine erhebliche zusätzliche Neuverschuldung, ohne dass dafür höhere Zinsen gezahlt werden müssen.

Dass diese Zusammenhänge nicht nur theoretischer Natur sind, zeigen die Erfahrungen mit dem OMT-Programm, das sich allein aufgrund der Ankündigung massiver Staatsanleihenkäufe durch die EZB negativ auf die Haushaltskonsolidierung ausgewirkt hat. Nachdem die EZB mit Hilfe dieses Programms die Risikoprämien, die die Krisenstaaten zuvor zahlen mussten, heruntermanipuliert hatte, haben diese den so gewonnenen Finanzspielraum nicht etwa genutzt, um ihre Verschuldung abzubauen – wozu sie nach dem Fiskalvertrag verpflichtet sind –, sondern sie haben ihre Schuldenquoten sogar erhöht<sup>323</sup>.

In der Rechtssache Gauweiler u.a. hat der EuGH darauf hingewiesen, dass seiner Ansicht nach das OMT-Programm mit einer Reihe von Garantien versehen sei, die die negativen Auswirkungen des Programms auf den Anreiz, eine gesunde Haushaltspolitik zu betreiben, begrenzen sollen. Dazu rechnet der EuGH insbesondere den Umstand, dass die EZB im Rahmen jenes Programms nur Anleihen solcher Staaten kaufen wolle, die an einem strukturellen Anpassungsprogramm der EFSF oder des ESM teilnehmen. Außerdem könne die EZB Staatsanleihenankäufe unterbrechen, wenn ein Mitgliedstaat im Hinblick darauf, dass im Rahmen des OMT-Programms nur Anleihen mit kurzen Laufzeiten gekauft würden, sein Emissionsverhalten ändert und mehr Anleihen mit kurzer Laufzeit ausgibt, um seinen Haushalt mittels Anleihen zu finanzieren, die potenziell unter die Intervention dieses Programms fallen<sup>324</sup>. Solche Einschränkungen, die nach Ansicht des EuGH geeignet sind, die negativen Anreizwirkungen der Staatsanleihenkäufe teilweise zu kompensieren, gibt es im Rahmen des QE-Staatsanleihenankaufprogramms nicht. Hier kauft das ESZB das geplante Anleihenvolumen völlig unabhängig vom Verhalten der Staaten, insbesondere unabhängig davon, ob die Staaten makroökonomische Strukturreformen durchführen, ihre Haushaltsdefizite verringern und die Staatsschulden abbauen, oder ob sie den durch die riesigen Ankaufvolumina entstehenden Spielraum ausnutzen, um ihre Verschuldung auszuweiten.

### **b) Bestätigung der hier vertretenen Auffassung durch die EZB**

Dass das PSPP den Eurostaaten den Anreiz zu solider Haushaltspolitik nimmt, ist der EZB übrigens durchaus bewusst. Im Zusammenhang mit dem OMT-Programm hatte sie gesagt:

---

<sup>323</sup> Vgl. *Hans-Werner Sinn*, Ein bedenklicher Freibrief für die Europäische Zentralbank, *Wirtschaftswoche* 19.6.2015, S. 39, [http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Staff-Comments-in-the-Media/Press-articles-by-staff/Archive/Eigene-Artikel-2015/medienecho\\_ifostimme-wiwo-19-06-2015.html](http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Staff-Comments-in-the-Media/Press-articles-by-staff/Archive/Eigene-Artikel-2015/medienecho_ifostimme-wiwo-19-06-2015.html) (abgerufen 19.10.2015).

<sup>324</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 115-117.



„Zur Einhaltung des in Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union enthaltenen Verbots der monetären Finanzierung werden die Ankäufe ausschließlich am Sekundärmarkt getätigt. Durch die Anwendung einer strikten Konditionalität wird die Haushaltsdisziplin in den für OMTs zugelassenen Ländern sichergestellt.“<sup>325</sup>

„Bei der Festlegung der Modalitäten für die Durchführung von OMTs wurde insbesondere darauf geachtet, das in Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) festgelegte Verbot der monetären Finanzierung einzuhalten. Gemäß Artikel 123 des AEUV ist es der EZB und den nationalen Zentralbanken untersagt, Staatspapiere am Primärmarkt zu erwerben. Darüber hinaus darf, wie in Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates klargestellt, der Erwerb von Schuldtiteln der öffentlichen Hand am Sekundärmarkt – auch wenn dieser im Rahmen des Verbots der monetären Finanzierung prinzipiell gestattet ist – nicht genutzt werden, um die Ziele dieses Verbots zu umgehen. Im Kontext der OMTs werden die Ankäufe staatlicher Schuldtitel am Sekundärmarkt auf keinen Fall eingesetzt, um die Ziele des Verbots der monetären Finanzierung zu umgehen. Daher wurden bestimmte operationelle Modalitäten festgelegt, um zu gewährleisten, dass die OMTs nicht den drei Zielen des Verbots der monetären Finanzierung zuwiderlaufen, nämlich der Gewährleistung a) des vorrangigen Ziels der Preisstabilität, b) der Zentralbankunabhängigkeit und c) der Haushaltsdisziplin. Besonderes Augenmerk wurde auf das Erfordernis gelegt, sicherzustellen, dass dieses geldpolitische Instrument nicht letztendlich die Haushaltsdisziplin schwächen könnte.“<sup>326</sup>

„Damit die Haushaltsdisziplin gewahrt wird, kommen die OMTs nur für Mitgliedstaaten in Betracht, die strikter Konditionalität hinsichtlich der notwendigen makroökonomischen, strukturellen sowie haushalts- und finanzpolitischen Anpassungserfordernisse unterliegen. Alle Ankäufe von Staatsanleihen dieser Mitgliedstaaten werden sich auf Schuldtitel mit Laufzeiten von einem Jahr bis zu drei Jahren konzentrieren. Diese operationellen Modalitäten sind von zentraler Bedeutung, um zu gewährleisten, dass gleichzeitige konkrete Fortschritte dieser Mitgliedstaaten auf dem Gebiet der Haushaltskonsolidierung und insbesondere bei den längerfristigen Strukturreformen nicht durch OMTs beeinträchtigt werden.“<sup>327</sup>

Aus diesen Ausführungen ergibt sich: Die EZB vertritt die Auffassung, dass die mit den OMTs – also mit Käufen von Staatsanleihen der Krisenstaaten – bewirkte Zinssenkung für die betreffenden Staaten zu einem mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung unvereinbaren *moral hazard* führt, wenn nicht in dem Staatsanleihenkaufprogramm durch spezielle Maßnahmen die negative Wirkung der Staatsanleihenkäufe auf die Haushaltsdisziplin ausgeschlossen wird. Nach Auffassung der EZB war insbesondere die „Konditionalität“ – also die Bindung der Staatsanleihenkäufe an ein Anpassungsprogramm des IWF, der EFSF oder des ESM – ein notwendiges Mittel, um sicherzustellen, dass die Staatsan-

---

<sup>325</sup> EZB Monatsbericht Sept. 2012, S. 11.

<sup>326</sup> EZB Monatsbericht Okt. 2012, S. 8.

<sup>327</sup> EZB Monatsbericht Okt. 2012, S. 9.

leihenkäufe im Rahmen des OMT-Programms nicht als Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung gewertet werden können.

Im Rahmen des PSPP hingegen verzichtet die EZB auf jede Absicherung der Wahrung der Haushaltsdisziplin. Die „operationalen Modalitäten“, die nach Auffassung der EZB „von zentraler Bedeutung“ zur Gewährleistung der Haushaltsdisziplin sind, fehlen im PSPP völlig. Hieraus folgt, dass auch aus der Sicht der EZB das PSPP als mit Art. 123 Abs. 1 AEUV unvereinbare monetäre Staatsfinanzierung betrachtet werden muss.

### **3. Konterkarierung des Zwecks, die Unabhängigkeit der Zentralbank zu sichern**

Zweck des Verbots der monetären Staatsfinanzierung ist es auch, die Unabhängigkeit der Zentralbanken zu sichern<sup>328</sup>. Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm aber gefährdet diese Unabhängigkeit. Denn mit den Staatsanleihen nimmt die Zentralbank die Insolvenzrisiken der emittierenden Staaten auf ihre Bilanz: Geht ein Staat pleite, macht die EZB beziehungsweise die betroffene NZB angesichts des gigantischen Volumens des Ankaufprogramms riesige Verluste. Um diese Verluste zu vermeiden, wird die EZB immer bestrebt sein, die Zahlungsfähigkeit der Eurostaaten sicherzustellen. Damit aber ist sie in ihrer Geldpolitik nicht mehr unabhängig. Sie macht sich mit ihrer QE-Politik zur Gefangenen der Schuldnerstaaten, die sie mit immer mehr neu gedrucktem Geld finanzieren muss, um eigene Verluste zu vermeiden<sup>329</sup>.

Das Beispiel Griechenland macht dies besonders deutlich. Wie EZB-Präsident *Draghi* dargestellt hat, hat die EZB Griechenland bereits 100 Mrd. Euro geliehen. Die EZB finanziert fast 68 % der griechischen Wirtschaftsleistung<sup>330</sup>. Eine Insolvenz Griechenlands würde also zu schweren Verlusten für die EZB führen. Deshalb ist die EZB daran interessiert, Griechenland mit immer neuem Geld zu versorgen, sei es durch monetäre Finanzierung, sei es auch dadurch, dass die EZB als Mitglied der jetzt in „die Institutionen“ umbenannten Troika immer wieder die Schuldentragfähigkeit Griechenlands und die Erfüllung der Reformauflagen bestätigt hat, damit die EFSF-Gelder weiter fließen können.

Abgesehen von dem durch das QE-Staatsanleihenankaufprogramm geschaffenen Anreiz der EZB, aus Eigeninteresse an der Vermeidung von Verlusten auch dann bei einer lockeren Geldpolitik zu bleiben, wenn unter dem Aspekt der Wahrung der Preisstabilität ein restriktiverer Kurs notwendig wäre, besteht das Risiko, dass infolge der QE-Staatsanleihenkäufe die Staaten politischen Druck auf die EZB ausüben, die ultralockere Geldpolitik auch dann aufrechtzuerhalten, wenn sie selbst aus Sicht der Mehrheit des EZB-Rates nicht mehr als sinnvoll erscheint. Denn durch das PSPP wird die EZB zum

---

<sup>328</sup> S.o. Fn. 82.

<sup>329</sup> In diesem Sinne auch Bundesbankpräsident *Weidmann* (Fn. 320).

<sup>330</sup> Laut FAZ v. 6.3.2015, S. 15 („Der 1140-Milliarden-Plan der EZB“); vgl. auch *Holger Stelzner*, Wer die Eurozone führt, FAZ v. 9.3.2015, S. 1.

größten Gläubiger der Staaten. Es hat also einschneidende Konsequenzen für die Finanzierungsmöglichkeiten der Staaten, wenn die EZB aus der QE-Politik aussteigen wollte. Dann könnten die Finanzminister versucht sein, politischen Druck auf das Eurosystem auszuüben<sup>331</sup>. Auch aus dieser Richtung droht also Gefahr für die Unabhängigkeit der Zentralbanken<sup>332</sup>.

Hinzu kommt, dass ein Ausstieg aus der QE-Politik, wenn er zur Vermeidung einer zu hohen Inflation notwendig wird, für die EZB auch deshalb unmöglich werden könnte, weil manche Staaten das historisch einmalig niedrige Zinsniveau inzwischen dazu benutzt haben, die Staatsverschuldung so hoch ansteigen zu lassen, dass höhere Zinsen sie an den Rand der Insolvenz bringen. Die EZB wird eine Finanzkrise der Währungsunion nicht riskieren und auch aus diesem Grunde bei der ultralockeren Geldpolitik bleiben. Sie wird in ihrer fiskalpolitischen Verstrickung gefangen sein<sup>333</sup>.

#### 4. Finanzierung der Schuldzinsen durch die EZB

Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm ist nicht nur unter dem Gesichtspunkt als monetäre Staatsfinanzierung zu betrachten, dass es das Zinsniveau durch massive Markteingriffe gezielt senkt und so den Staaten Neuemissionen von Staatsanleihen zu wesentlich günstigeren Konditionen ermöglicht als der Markt sie ohne das QE-Programm hergäbe. Hinzu kommt ein besonderer Effekt der Staatsanleihenkäufe: Wenn die Staaten Staatsanleihen emittieren, müssen sie den Erwerbern dafür Zinsen zahlen. Zinsen sind der Preis für das Ausleihen des Geldes, das die Staaten zur Finanzierung ihrer Defizite mit Hilfe der Emission von Anleihen aufnehmen. Wenn aber Staatsanleihen von den Zentralbanken gehalten werden und die Staaten die Zinsen somit an die Zentralbanken zahlen, dann fließen die Zinsen (mit geringen Abzügen) an die Staaten zurück.

Dies ergibt sich aus der allgemeinen Regelung der Gewinnverwendung: Gewinne der EZB werden nach Art. 33.1 lit. b) ESZB-Satzung – nach Abzug eines Betrages, der gemäß Art. 33.1. lit. a) ESZB-Satzung dem allgemeinen Reservefonds zugeführt wird – an die Anteilseigner entsprechend ihren eingezahlten Anteilen ausgeschüttet. Anteilseigner sind gemäß Art. 28.2 ESZB-Satzung die nationalen Zentralbanken (NZBen). Diese wiederum stehen

<sup>331</sup> So Bundesbankpräsident *Weidmann*, Rede in London 12.2.2015 (Fn. 265).

<sup>332</sup> Bundesbankpräsident *Jens Weidmann* weist außerdem darauf hin, dass schon der Anschein, dass die Geldpolitik sich wegen dieses politischen Drucks nicht mehr am Ziel der Preisstabilität ausrichten könnte, für die Glaubwürdigkeit der Zentralbank problematisch sein könnte, Herausforderungen für den Euro-Raum: Was ist geschafft, was bleibt zu tun? Rede beim Schweizer Institut für Auslandsforschung, Zürich 9.3.2015, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015\\_03\\_09\\_weidmann.html?startpageId=Startseite-DE&startpageAreaId=Teaserbereich&startpageLinkName=2015\\_03\\_09\\_weidmann+331694](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015_03_09_weidmann.html?startpageId=Startseite-DE&startpageAreaId=Teaserbereich&startpageLinkName=2015_03_09_weidmann+331694) (abgerufen 10.3.2015).

<sup>333</sup> Vgl. *Holtemöller* (Fn. 285); Bundesbankpräsident *Jens Weidmann* laut Pressemitteilung der Deutschen Bundesbank v. 26.1.2015 („Kauf von Staatsanleihen birgt Risiken“), [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015\\_01\\_26\\_weidmann\\_kauf\\_staatsanleihen\\_birgt\\_risiken.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015_01_26_weidmann_kauf_staatsanleihen_birgt_risiken.html) (abgerufen 5.2.2015); *ders.*, Rede in Zürich 9.3.2015 (Fn. 332).

im Eigentum ihres jeweiligen Staates und führen ihre Gewinne nach nationalem Recht an den eigenen Staat ab. So hat die Bundesbank nach § 27 Nr. 2 BBankG – gegebenenfalls nach Abzug eines Betrages für die gesetzliche Rücklage gemäß § 27 Nr. 1 BBankG – den Reingewinn an den Bund abzuführen.

Normalerweise ist die Gewinnabführung an den Fiskus keine monetäre Staatsfinanzierung. Sie ist seit jeher üblich, und die EU-Verträge wollten daran nichts ändern. Wenn die Gewinne jedoch aus Zinsen von Staatsanleihen stammen und diese Zinserträge an die Staaten zurückfließen, dann ist dies monetäre Staatsfinanzierung, weil dann die EZB die Schuldzinsen der Staaten finanziert, also ihnen den Preis für ihre Verschuldung zurückbezahlt. Mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung will der AEUV sicherstellen, dass die Staaten ihre Defizite nur zu Marktkonditionen finanzieren können und dadurch der disziplinierenden Wirkung der Finanzmärkte unterworfen werden. Wenn die Zentralbank die Staatsanleihen kauft und hält, dann entfällt diese disziplinierende Wirkung, weil die Staaten ihre Defizite dann praktisch zum Nulltarif finanzieren können. Sie zahlen zwar Zinsen, bekommen diese aber (jedenfalls größtenteils) zurück. Somit finanzieren sie sich zu viel besseren Bedingungen als wenn die Staatsanleihen von privaten Rechtssubjekten gehalten würden<sup>334</sup>.

Dies gilt unabhängig davon, ob die Anleihen von der Zentralbank am Primärmarkt oder am Sekundärmarkt erworben wurden. Es gibt insoweit überhaupt keinen Unterschied.

Der genannte Effekt führt übrigens auch dazu, dass die zwischen den einzelnen Staaten bestehenden Zinsunterschiede, die in gewissem Maße die unterschiedlichen Risiken reflektieren und die nach dem System des AEUV erwünscht sind, weil sie Handlungsimpulse in Richtung auf Haushaltssolidität setzen, vollständig nivelliert werden. Die EZB hatte mit dem OMT-Programm die Risikoaufschläge für Staatsanleihen der Krisenstaaten bereits größtenteils wegmanipuliert. Die noch verbliebenen geringfügigen Zinsspreads werden nun durch das QE-Staatsanleihenankaufprogramm praktisch ganz beseitigt, denn da die Staatsanleihen ganz überwiegend von den nationalen Zentralbanken gekauft werden und jede NZB Anleihen ihres eigenen Staates kauft, fließen die höheren Zinsen, die Staaten mit höherem Risiko bisher noch zahlen müssen, über die Gewinne der NZB an den Staatshaushalt zurück<sup>335</sup>.

---

<sup>334</sup> Vgl. dazu ausführlich *Andrew Johnston / Trevor Pugh*, The Law and Economics of Quantitative Easing, July 7, 2014. Sheffield Institute of Corporate and Commercial Law Working Paper Series, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2463160](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2463160) (abgerufen 3.3.2015), S. 18.

<sup>335</sup> Allerdings ist nach einer Zeitungsmeldung die Gewinnverteilung im EZB-Rat noch umstritten; möglicherweise wird noch eine andere Verteilung beschlossen, *Sebastian Jost*, Bundesbank droht Verlustgeschäft mit Staatsanleihen, Die Welt v. 11.3.2015, [www.welt.de/138248654](http://www.welt.de/138248654) (abgerufen 11.3.2015).

## 5. Forderungsverzicht als verbotene monetäre Haushaltsfinanzierung

Eindeutig verbotene Staatsfinanzierung liegt auch dann vor, wenn die EZB auf Forderungen verzichtet, die sie gegen einen Eurostaat hat<sup>336</sup>. Zwischen dem Verzicht auf Forderungen und der unmittelbaren Zuwendung von Geld besteht ökonomisch kein Unterschied. Wenn es dem ESZB nach Art. 123 AEUV verboten ist, Eurostaaten Kredite zu gewähren, dann ist es ihm implizit erst recht verboten, Eurostaaten Geld zu schenken. Ein daher verbotener Verzicht auf Forderungen ist insbesondere gegeben, wenn die EZB Staatsanleihen eines Eurostaates hält und sich an einem Schuldenschnitt beteiligt, in den auch diese Staatsanleihen einbezogen sind<sup>337</sup>.

Dieser vom Bundesverfassungsgericht im OMT-Beschluss vertretenen Auffassung hat Generalanwalt Cruz Villalón entgegengehalten, dass das Risiko eines Forderungsverzichts sich nur auf ein in der Zukunft liegendes und hypothetisches Szenario einer Umstrukturierung der Schulden des Schuldnerstaats beziehe und daher nicht einen wesenseigenen Bestandteil des Ankaufprogramms bilde. Der Eintritt eines solchen Ereignisses könne „nicht allein dadurch, dass er möglich ist, zu einer zwingenden Folge der Durchführung des Programms werden“<sup>338</sup>. Wenn der Zentralbank aber monetäre Staatsfinanzierung verboten ist und ein Forderungsverzicht monetäre Staatsfinanzierung ist, dann darf die Zentralbank sich auch nicht rechtlich verpflichten, im – ungewissen und in der Zukunft liegenden – Fall eines Schuldenschnitts einen Forderungsverzicht zu leisten. Die EZB ist nicht berechtigt, vertragliche Verpflichtungen zur Vornahme rechtswidriger Handlungen einzugehen, auch wenn noch nicht sicher ist, ob die Bedingungen, an die diese Verpflichtung geknüpft ist, jemals erfüllt sein werden.

Bestandteil des PSPP aber ist es, dass die EZB keinen bevorrechtigten Gläubigerstatus für von ihr im Rahmen dieses Programms gekaufte Staatsanleihen in Anspruch nimmt und sich daher an von der Gläubigermehrheit beschlossenen Schuldenschnitten beteiligen wird. Sie wird also gemäß den Beschlüssen der Gläubigermehrheit dem Schuldnerstaat Schulden erlassen.

Die EZB könnte versuchen, sich wie folgt zu verteidigen: Sie verzichte nicht selbst auf Forderungen aus von ihr erworbenen Staatsanleihen, sondern sie nehme nur hin, dass die Mehrheit der Gläubiger einen Schuldenschnitt beschließe und dass sie an diesen Beschluss gebunden ist. Das aber sei nicht Staatsfinanzierung, sondern das sei lediglich Teil des üblichen Risikos von Offenmarktgeschäften, das die EZB in gleicher Weise bei Offenmarktgeschäften mit privaten Wertpapieren übernehme. Eine solche Argumentation hält Generalanwalt *Cruz Villalón* für überzeugend. Er meint, der Umstand, dass die EZB mit dem Ziel

<sup>336</sup> So auch *Nitze* (Fn. 85), S. 143 f. m.w.N.; *Sester* (Fn. 303), S. 188.

<sup>337</sup> Vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 88 = *BVerfGE* 134, 366 (412) – OMT-Vorlagebeschluss; Bundesbankpräsident *Jens Weidmann*, Handelsblatt v. 15.2.2012, S. 6 („Ein Forderungsverzicht ist und nicht erlaubt“): „Ich habe kein Problem damit, Risikopositionen, die wir ohnehin nur zögerlich eingegangen sind, wieder aus der Bilanz zu nehmen – solange die Herausnahme zu keinem Verlust führt. Der entscheidende Punkt ist, dass es uns nicht erlaubt ist, auf Forderungen gegenüber einem Staat zu verzichten. Das wäre eine Form der monetären Staatsfinanzierung.“

<sup>338</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 234.

handele, die Forderung insgesamt zu erhalten, bestätige, dass ihr Verhalten nicht darauf gerichtet sei, dem Schuldnerstaat einen finanziellen Vorteil zu verschaffen<sup>339</sup>.

Diese Argumentation ist verfehlt. Zum einen kommt es nicht darauf an, ob die EZB in der Gläubigerversammlung für oder gegen einen Schuldenschnitt stimmt. Sie verzichtet auch dann auf Forderungen eines Eurostaates, wenn der Schuldenschnitt gegen ihren Willen beschlossen wurde. Auch in diesem Fall stellt sie dem betreffenden Staat finanzielle Ressourcen ohne Gegenleistung zur Verfügung. Die EZB finanziert den betreffenden Staat auch dann, wenn für sie der Forderungsverzicht nicht freiwillig ist.

Abgesehen hiervon hat die EZB sich vor einer solchen Gläubigerversammlung mit dem Ankauf der Staatsanleihen freiwillig der in den Emissionsbedingungen enthaltenen Klausel (Collective Action Clause – CAC) unterworfen, die einen solchen Mehrheitsbeschluss der Gläubigerversammlung erst möglich und rechtlich verbindlich macht. Mit dem Ankauf solcher Anleihen erklärt sie von vornherein ihre Bereitschaft zum Forderungsverzicht, wenn dieser von der Gläubigermehrheit beschlossen wird. Daher muss sie sich den Forderungsverzicht auch dann rechtlich zurechnen lassen, wenn sie in der Gläubigerversammlung dagegen gestimmt hat.

Unzutreffend ist auch das Argument, ein von der Gläubigermehrheit beschlossener Schuldenschnitt sei lediglich ein Risiko, das die EZB in gleicher Weise wie bei Offenmarktgeschäften mit privaten Wertpapieren übernehme. Auf dieses Argument stützt der EuGH seine in bezug auf das OMT-Programm geäußerte Auffassung, es sei nicht für geboten, einen Schuldenschnitt auszuschließen<sup>340</sup>. Die Argumentation des EuGH liegt aber völlig neben der Sache. Denn der EuGH stellt darauf ab, dass Offenmarktgeschäfte unvermeidlich Verlustrisiken mit sich brächten<sup>341</sup> und dass der Verzicht auf eine privilegierte Gläubigerstellung, der die EZB möglicherweise einer Verlustquote aussetze, über die die übrigen Gläubiger entscheiden, jedem Anleihenkauf an den Sekundärmärkten innewohne, der von den Verfassern der Verträge gleichwohl zugelassen worden sei<sup>342</sup>. Das ist aber schon deshalb falsch, weil bei weitem nicht alle Wertpapiere, die gemäß Art. 18 Abs. 1 ESZB-Satzung im Rahmen der Offenmarktpolitik gekauft werden können, mit einer Collective Action Clause (CAC) versehen sind. Die Behauptung, das Risiko, dass die EZB einer Verlustquote ausgesetzt werde, über die die übrigen Gläubiger entscheiden, wohne jedem Anleihenkauf an den Sekundärmärkten inne<sup>343</sup>, ist also falsch.

Im übrigen steht eine CAC dem Ankauf eines Wertpapiers – jedenfalls unter dem hier erörterten Aspekt – nicht entgegen, wenn es nicht um Staatsanleihen von Eurostaaten geht. Denn nur in bezug auf diese ist das Verbot der monetären Staatsfinanzierung tangiert. Es ist ein rechtlich entscheidender Unterschied, ob die EZB Anleihen privater Unternehmen

---

<sup>339</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 235.

<sup>340</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 126.

<sup>341</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 125.

<sup>342</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 126.

<sup>343</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 126.

oder Staatsanleihen von EU-Staaten kauft. Denn die Verbote des Art. 123 AEUV beziehen sich nur auf EU-Staaten und ihre organisatorischen Untergliederungen, nicht hingegen auf Privatunternehmen und auch nicht auf Staaten außerhalb der EU. Insofern sind Käufe von Unternehmensanleihen oder von Staatsanleihen beispielsweise der USA im Rahmen der Offenmarktpolitik unproblematisch: Sie können nicht gegen Art. 123 AEUV verstoßen. Staatsanleihen von EU-Staaten dürfen aber – sofern ihr Ankauf am Sekundärmarkt überhaupt in die Kompetenz der EZB fällt (dazu oben C.V.) – auch im Rahmen der Offenmarktpolitik nicht gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung gemäß Art. 123 AEUV verstoßen. Art. 18 Abs. 1 ESZB-Satzung setzt demnach keineswegs voraus, dass die EZB Staatsanleihen mit einer CAC kauft. Die EZB kann die von ihr für notwendig gehaltenen Offenmarktgeschäfte mit solchen Wertpapieren durchführen, mit denen sie nicht in Konflikt mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung gerät – in diesem Kontext entweder mit Unternehmensanleihen, mit Fremdwährungsanleihen oder mit Anleihen von Eurostaaten ohne CAC. Wenn solche nicht zur Verfügung stehen, dann steht der EZB dieses Instrument eben nicht zur Verfügung. Staatsanleihen von Eurostaaten darf die EZB also allenfalls dann kaufen, wenn diese nicht mit einer CAC verbunden sind und die EZB im Insolvenzfall auf einem bevorrechtigten Gläubigerstatus besteht.

Da die EZB aber mit dem Beschluss über das PSPP auf einen bevorrechtigten Gläubigerstatus verzichtet, handelt es sich eindeutig um verbotene Staatsfinanzierung.

## 6. Halten der Staatsanleihen bis zur Endfälligkeit

Das Bundesverfassungsgericht sieht im Halten von Staatsanleihen durch die Zentralbank bis zur Endfälligkeit zutreffend ein Indiz für monetäre Staatsfinanzierung<sup>344</sup>. Der Generalanwalt hat dem anscheinend im Ansatz zugestimmt<sup>345</sup>. Er hat lediglich gemeint, dass bezüglich des OMT-Programms die EZB keine rechtliche Verpflichtung übernommen habe, die gekauften Anleihen bis zur Endfälligkeit zu halten<sup>346</sup>. Dieser Einwand geht aber an der Problematik vorbei. Entscheidend kann nicht sein, ob eine rechtliche Verpflichtung besteht, die Anleihen bis zur Endfälligkeit zu halten, sondern ob dies tatsächlich geschieht. Denn mit dem Halten bis zur Endfälligkeit wird die Zentralbank zum endgültigen und definitiven Finanzier des Schuldners. Und stellt man mit dem Generalanwalt darauf ab, ob „eine erhebliche Beeinflussung des Sekundärmarkts für Staatsschuldtitel“ gegeben ist<sup>347</sup>, so ist diese auch dann gegeben, wenn keine rechtliche Verpflichtung besteht, aber die Marktteilnehmer mit Sicherheit damit rechnen können, dass die Anleihen bis zur Endfälligkeit gehalten werden.

---

<sup>344</sup> Vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 90 = *BVerfGE* 134, 366 (413 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>345</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 243.

<sup>346</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 244-246.

<sup>347</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 243.

Die geplante Durchführung des PSPP ist nur möglich, wenn ein großer Teil der gekauften Anleihen – jedenfalls die Anleihen mit relativ kurzen Laufzeiten – bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Die Durchführung des Programms wäre völlig unglaubwürdig, wenn die Marktteilnehmer damit rechnen müssten, dass die EZB Anleihen mit zweijährigen Laufzeiten schon vor Endfälligkeit wieder auf den Markt werfe.

Es muss aber betont werden, dass das Halten bis zur Endfälligkeit kein entscheidendes Kriterium ist. Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm ist auch dann monetäre Staatsfinanzierung, wenn die Anleihen nicht bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Das Halten bis zur Endfälligkeit ist weder notwendige noch hinreichende Bedingung für monetäre Staatsfinanzierung. Es ist aber ein gutes Indiz.

Offenmarktpolitik ist durch ein kurzfristiges Halten gekaufter Wertpapiere gekennzeichnet<sup>348</sup>. Wenn die EZB Staatsanleihen kauft, um sie langfristig zu halten, wird sie damit zum Gläubiger des betreffenden Staates. Dies gilt insbesondere dann, wenn sie beabsichtigt, die Anleihen unter Umständen bis zur Endfälligkeit zu halten. Ökonomisch macht es keinen Unterschied aus, ob die EZB Staatsanleihen am Primärmarkt kauft, oder ob sie Staatsanleihen mit dem Ziel, sie langfristig zu halten, am Sekundärmarkt kauft. Denn wie das Bundesverfassungsgericht zutreffend ausgeführt hat<sup>349</sup>, entziehen die Sekundärmarktkäufe dem Markt die entsprechenden Anleihen. Der Staat ist somit in der Lage, eine entsprechende Menge Anleihen durch Neuemission am Markt zu plazieren. Daher handelt es sich zumindest bei langfristig von der EZB gehaltenen Staatsanleihen ebenso wie bei am Primärmarkt erworbenen Staatsanleihen um Staatsfinanzierung und daher um eine Umgehung des Verbots des unmittelbaren Erwerbs von Staatsanleihen gemäß Art. 123 AEUV<sup>350</sup>.

## **7. Ankauf von Staatsanleihen mit erhöhtem Ausfallrisiko**

### **a) Erhöhtes Ausfallrisiko als Indiz für monetäre Staatsfinanzierung**

Auch der Ankauf Staatsanleihen mit einem wesentlich erhöhten Ausfallrisiko beziehungsweise Risiko eines Schuldenschnitts ist nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts ein starkes Indiz für die Umgehung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung. Zwar enthalte das Unionsrecht keine Bestimmungen, die dem Eurosystem die Eingehung von potentiell verlustträchtigen währungspolitischen Operationen generell untersagen. Damit ist

---

<sup>348</sup> Vgl. *Karl-Heinz Moritz*, Geldtheorie und Geldpolitik, 3. Aufl. 2012, S. 314; *Manfred J. M. Neumann*, Auch Käufe von Staatsanleihen sind Staatsfinanzierung, FAZ v. 6.10.2012, S. 12; *Siekmann* (Fn. 224), S. 147 f. = IMFS Working Paper S. 40.

<sup>349</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 90 = BVerfGE 134, 366 (413 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>350</sup> Vgl. auch *Siekmann* (Fn. 224), S. 147 f. = IMFS Working Paper S. 40: Die Ausstattung von Kreditinstituten oder Staaten mit langfristigem Kapital sei nicht Geldpolitik, sondern Wirtschaftspolitik, nämlich Marktstrukturpolitik beziehungsweise Staatsfinanzierung. Offenmarktgeschäfte, die länger als ein Jahr dauern, seien daher vom geldpolitischen Mandat nicht gedeckt.



nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts jedoch nicht die Ermächtigung verbunden, vermeidbare Verlustrisiken in erheblichem Umfang einzugehen<sup>351</sup>.

Generalanwalt *Cruz Villalón* ist dieser Auffassung entgegengetreten. Er meint, dass der nicht auszuschließende Eventualfall eines Zahlungsausfalls bei Staatsanleihen eines Mitgliedstaats das Risiko „nicht allein deshalb zu einer Gewissheit“ mache. Dass ein Programm für den Ankauf öffentlicher Schuldtitel die EZB einem Risiko aussetzt, sei dieser Art von Transaktionen wesenseigen. Zweifel an der Rechtmäßigkeit eines solchen Programms gebe es nur dann, „wenn seine technischen Merkmale oder spätere konkrete Anwendung bestätigen, dass sich die EZB eindeutig einem Szenario des Zahlungsausfalls aussetzt“<sup>352</sup>. Für den Generalanwalt kommt es darauf an, ob die EZB Risiken eingeht, die „unvermeidlich in ein Szenario der Insolvenz“ entweder der EZB selbst oder jedenfalls einzelner Staaten führen würde<sup>353</sup>.

Mit dieser Argumentation verfehlt der Generalanwalt den Punkt, auf den es dem Bundesverfassungsgericht ankommt. Das Bundesverfassungsgericht hat keineswegs behauptet, dass die EZB überhaupt keine Verlustrisiken eingehen dürfe, sondern es behauptet lediglich, dass die EZB nicht „vermeidbare Verlustrisiken in erheblichem Umfang“ eingehen dürfe. Die EZB dürfe sich insbesondere nicht zu einer „Bad Bank“ machen, indem sie Banken besonders risikoreiche Staatsanleihen abnehme<sup>354</sup>. Der Generalanwalt hingegen folgert aus dem Umstand, dass mit Offenmarktgeschäften immer auch Risiken verbunden sind, dass die EZB jedes beliebige Risiko in jeder Größenordnung auf ihre Bilanz nehmen dürfe, sofern sich das Insolvenzrisiko nicht „unvermeidlich“ beziehungsweise „mit Gewissheit“ realisieren werde.

Diese Schlussfolgerung, der sich der EuGH angeschlossen hat<sup>355</sup>, entbehrt jeder Logik. Wenn Zentralbanken herkömmlich gewisse Risiken eingehen, die erfahrungsgemäß bei mittelfristiger Betrachtung nie zu Verlusten führen, dann folgt daraus in keiner Weise, dass sie auch sehr viel größere Risiken mit erheblicher Verlustwahrscheinlichkeit eingehen dürfen. Diese Auffassung des Bundesverfassungsgerichts ist überzeugend. Denn geldpolitische Instrumente sind Anleihen im Rahmen der Offenmarktpolitik nur dann, wenn und solange die Zentralbanken sie handeln können, ohne dabei auf Dauer schwerwiegende Verluste zu machen. Dies folgt schon daraus, dass die EZB ihre Instrumente nicht in einer Art und Weise einsetzen darf, die dazu führt, dass sie ihre Funktionsfähigkeit zu verlieren droht.

---

351 *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 89 = *BVerfGE* 134, 366 (412 f.) – OMT-Vorlagebeschluss.

352 *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 239.

353 *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 195-197.

354 *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 89 = *BVerfGE* 134, 366 (413) – OMT-Vorlagebeschluss.

355 *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 125.

Der Gerichtshof und der Generalanwalt übersehen im übrigen Art. 18.1. zweiter Spiegelstrich ESZB-Satzung. Nach dieser Vorschrift darf das ESZB Darlehen nur gegen „ausreichende Sicherheiten“ vergeben. Daraus lässt sich indirekt entnehmen, dass die Zentralbanken solche Staatsanleihen, die sie nicht als Sicherheiten für die Darlehensvergabe akzeptieren dürfen, erst recht nicht im Rahmen von Offenmarktgeschäften ankaufen dürfen. „Keine Maßnahme der Geldpolitik ist [...] der Erwerb von Forderungen, die von den Marktteilnehmern als nicht investitionswürdig eingestuft werden oder die kurze Zeit später weitgehend abgeschrieben werden müssen.“<sup>356</sup>

Im übrigen ist Sinn und Zweck des Verbots der monetären Haushaltsfinanzierung durch die Zentralbanken auch zu verhindern, dass das Kapital der EZB – und damit indirekt die Haushalte der Eurostaaten – eingesetzt wird, um einzelnen Staaten finanziell zu helfen. Finanzhilfe an einzelne Staaten liegt aber vor, wenn ein Staat seine Schulden an die EZB nicht mehr zurückzahlen muss. Dieser Fall tritt bei Insolvenz eines Staates ein, dessen Staatsanleihen von der EZB gehalten werden. Entgegen der Ansicht des Generalanwalts<sup>357</sup> handelt es sich beim Erwerb von Staatsanleihen insolvenzgefährdeter Staaten sehr wohl um „qualitativ andere Risiken“ als diejenigen, die die EZB „zu anderen Gelegenheiten in ihrer gewöhnlichen Tätigkeit eingehen könnte“. Wenn die EZB im Rahmen ihrer Offenmarktpolitik beispielsweise Unternehmensanleihen oder Fremdwährungsanleihen kauft, geht sie nicht das Risiko ein, im Falle der Insolvenz gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV zu verstoßen.

Somit ist hier die zutreffende Auffassung des Bundesverfassungsgerichts zugrunde zu legen.

### **b) Erhöhtes Ausfallrisiko bei Anleihenkäufen im Rahmen des PSPP**

Anders als im Rahmen des SMP oder des OMT-Programms kauft das ESZB im Rahmen des PSPP nicht speziell Staatsanleihen der Krisenstaaten. Vielmehr sollen Staatsanleihen aller Eurostaaten gekauft werden. Das Volumen der Käufe soll auf diese verteilt sein nach dem Kapitalanteil der jeweiligen NZBen an der EZB. Somit ist nicht das gesamte Programm darauf ausgerichtet, erhöhte Ausfallrisiken auf die Bilanz zu nehmen.

Andererseits werden im Rahmen des PSPP Staatsanleihen auch derjenigen Staaten gekauft, die besonders stark überschuldet sind, bei denen das Insolvenzrisiko groß ist und für deren Staatsanleihen vor Verkündung des OMT-Programms noch sehr hohe Risikoaufschläge gezahlt werden mussten. Ein volumenmäßig großer Anteil des neuen Ankaufprogramms bezieht sich also auf Staaten, für die das zutrifft, was das Bundesverfassungsgericht in seinem OMT-Vorlagebeschluss als „erhöhtes Ausfallrisiko“ bezeichnet und als Indiz für monetäre Staatsfinanzierung gewertet hat. Von den Sonderfällen Griechenland und Zypern abgesehen (dazu sogleich im Abschnitt c) kauft das ESZB zwar nur Staatsanleihen, die

---

<sup>356</sup> *Siekman* (Fn. 224), S. 147 = IMFS Working Paper S. 39.

<sup>357</sup> *GA Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 196.

anhand ihres Ratings eine Mindestbonität aufweisen. Die überschuldeten Staaten bekommen die entsprechende Bonitätsbewertung durch die Ratingagenturen aber nur deshalb, weil sie aufgrund des OMT-Programms der EZB wieder Zugang zu billig finanzierbarem Kapital gefunden haben. Jetzt wird das OMT-Programm, das allein durch seine Ankündigung – ohne, dass Ankäufe getätigt wurden – die Risikoaufschläge drastisch reduziert hat, ohne förmliche Beendigung faktisch durch das PSPP ersetzt. Auch das PSPP gibt den Marktteilnehmern Gewissheit, dass das ESZB die Staatsanleihen der überschuldeten Staaten mit einer niedrigen Rendite kaufen wird. Es wirkt daher ebenso wie zuvor das OMT-Programm wie eine Ausfallversicherung für die Banken, die Staatsanleihen überschuldeter Staaten am Primärmarkt kaufen. Dies ist der Grund, warum die Bonität der betreffenden Staatsanleihen nicht mit Ramsch, sondern mit einem Investmentgrade eingestuft wird.

Das ESZB kauft im Rahmen des PSPP Staatsanleihen mit einem Rating von mindestens Credit Quality Step 3 (CQS3). Das entspricht BBB- bei S&P und Fitch oder Baa3 bei Moody's<sup>358</sup>. Das ist die niedrigste Stufe knapp am Rand zum Ramsch.

Wenn diese Bewertung aber auf dem Ankaufprogramm der EZB, im Rahmen dessen sie kaufen will, beruht (oder auf dem Vorgängerprogramm, dem OMT-Programm), dann ist das Rating hinsichtlich der Ausfallwahrscheinlichkeit nicht aussagekräftig. Das für die EZB bestehende Risiko lässt sich nur dann ermitteln, wenn der Einfluss der Ankaufprogramme der EZB aus den risikobestimmenden Umständen herausgerechnet wird.

Mit anderen Worten: Das Risiko der Staatsanleihen der Problemstaaten ist noch ebenso hoch wie im Januar 2014, als das Bundesverfassungsgericht seinen OMT-Beschluss verkündet hat, soweit sich nicht innerhalb dieses einen Jahres wesentliche Verbesserungen aufgrund von Reformprogrammen oder aufgrund der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung ergeben haben sollten.

Somit kauft das ESZB im Rahmen des PSPP in großem Umfang Staatsanleihen, die ein so hohes Risiko in sich tragen, dass dies nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts als Indiz für die monetäre Finanzierung jedenfalls dieser Staaten gewertet werden muss.

### **c) Staaten mit Hilfsprogramm**

Die Staatsanleihen Griechenlands und Zyperns weisen nicht einmal die knapp über Ramschstatus liegende Bonitätsbewertung auf, die die EZB für den Ankauf im Rahmen des PSPP genügen lässt. Dennoch hat der EZB-Rat entschieden, dass das ESZB auch griechische und zyprische Staatsanleihen kauft.

Allgemein regelt der Beschluss vom 4.3.2015<sup>359</sup> in Art. 3 Abs. 2 lit. (c)<sup>360</sup>, dass Staatsanleihen, die das Mindestrating von CQS3 nicht erfüllen, dennoch gekauft werden können,

---

<sup>358</sup> Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html#ratingscale> (abgerufen 12.3.2015).

<sup>359</sup> Fn. 10.

wenn sie von einem sogenannten Programmstaat stammen, also einem Staat, der Finanzhilfe vom IWF, von der EFSF oder vom ESM erhält und sich einem damit verbundenen Anpassungsprogramm unterworfen hat<sup>361</sup>.

Der Ankauf zumindest solcher Anleihen kann nicht anders zu bewerten sein als der Ankauf von Anleihen im Rahmen des OMT-Programms.

Hinzu kommt, dass der Ankauf solcher Anleihen klar gegen den Rechtsgedanken des Art. 18.1. zweiter Spiegelstrich ESZB-Satzung verstößt<sup>362</sup>. Dies macht besonders deutlich, dass es der EZB beim Ankauf solcher Anleihen nicht um Geldpolitik geht, sondern um die Unterstützung der betreffenden Krisenstaaten, also um Wirtschaftspolitik und indirekte Staatsfinanzierung.

Im Falle Griechenlands kommt hinzu, dass das ESZB Anleihen eines Staates kauft, dessen Regierung sich selbst für bankrott erklärt und mehrfach angekündigt hat, dass es seine Schulden nicht zurückzahlen kann<sup>363</sup>. In diesem Sonderfall ist sogar das Kriterium des Generalanwalts erfüllt, dass ein Zahlungsausfall „mit Gewissheit“ zu erwarten ist<sup>364</sup>, sofern nicht die Eurostaaten mit rechtswidrigen ESM-Hilfen<sup>365</sup> den bankrotten Staat über Wasser halten. Wenn der Ankauf griechischer Staatsanleihen nicht als monetäre Staatsfinanzierung zu bewerten wäre, müsste man das Umgehungsverbot ehrlicherweise für nicht existent erklären.

---

<sup>360</sup> I.V.m. Leitlinie EZB/2014/31 v. 9.7.2014 Art. 8.

<sup>361</sup> Dazu bereits auch oben C.I.7. – Programmstaaten sind z. Zt. Griechenland und Zypern, vgl. Leitlinie EZB/2014/31 v. 9.7.2014 Art. 1 Abs. 3.

<sup>362</sup> S.o. Text vor Fn. 356.

<sup>363</sup> Der griechische Ministerpräsident *Alexis Tsipras* hat erklärt: „Der griechische Staat ist seit 2010 nicht mehr dazu in der Lage, seine Schulden zurückzuzahlen.“ Man habe fälschlich so getan, als handele es sich um einen vorübergehenden Liquiditätsengpass. Mit den Finanzhilfen habe man die unabwendbare Pleite nur hinausgezögert, Handelsblatt v. 12.1.2015 („Tsipras: Fiskalisches Waterboarding“). Der griechische Finanzminister *Varoufakis* hat erklärt: „Ich bin der Finanzminister eines bankrotten Staates.“, Interview, Die Zeit 2015-02-04 <http://www.zeit.de/wirtschaft/2015-02/yanis-varoufakis-griechenland-finanzminister-inhalt-interview> (abgerufen 1.3.2015).

<sup>364</sup> Diese Gewissheit kann nur unter dem Aspekt erschüttert werden, dass man annimmt, die Eurostaaten würden über den ESM rechtswidrig trotz eindeutig nicht gegebener Schuldentragfähigkeit immer weitere Gelder zur Verfügung stellen. Selbst unter Berücksichtigung der Praxis der Rettungspolitik und des Willens der Rettungspolitiker, Griechenland um jeden Preis „im Euro“ zu halten, wird auf dem Kreditversicherungsmarkt die Ausfallwahrscheinlichkeit griechischer Staatsanleihen mittlerweile mit 80 % (bezogen auf die nächsten fünf Jahre) bewertet, vgl. FAZ v. 20.3.2015, S. 27 („Der Markt hat die griechischen Banken abgeschrieben“).

<sup>365</sup> Zur Rechtswidrigkeit des neuen Hilfsprogramms für Griechenland *Dietrich Murswiek*, Hilfsprogramm wäre rechtswidrig, FAZ v. 15.7.2015, S. 20.

## 8. Der Zusammenhang von Art. 123 Abs. 1 AEUV und Art. 18.1. ESZB-Satzung

Generalanwalt *Cruz Villalón* hat zutreffend festgestellt, dass die Zentralbank, wenn sie Staatsanleihen von einem Staat erwirbt, diesen finanziert:

»Die Begebung von Staatsschuldtiteln ist eine der Hauptfinanzierungsquellen, über die ein Staat verfügt. Wer Staatsanleihen von einem Staat erwirbt, finanziert ihn unmittelbar oder mittelbar, und zwar gegen eine Gegenleistung, die das Rechtsgeschäft zu einer Art Darlehen macht. Der Inhaber des Staatsschuldtitels hat einen Rückzahlungsanspruch gegen den begebenden Mitgliedstaat und wird so zu dessen Gläubiger. Der Staat begibt den Titel zu einem Zinssatz, der im Zeitpunkt der Begebung festgelegt worden ist und von Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Daher spiegelt sich in dem Geschäft, das beide Teile, der begebende Staat und der Erwerber des Staatsschuldtitels, vornehmen, die gleiche Struktur wie in einer Darlehensgewährung wider. Das alles erklärt hinreichend, dass Art. 123 Abs. 1 AEUV einen letzten Halbsatz umfasst, mit dem auch „der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von [den Mitgliedstaaten] durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken“ verboten wird.«<sup>366</sup>

Zwar verbietet Art. 123 Abs. 1 AEUV dem Wortlaut nach nur Staatsanleihenkäufe am Primärmarkt, nicht aber am Sekundärmarkt. Wie oben (C.II.2.b) bereits dargelegt, ist dieser Vorschrift dennoch ein umfassendes Verbot monetärer Staatsfinanzierung zu entnehmen. Die einschränkende Formulierung, aus der sich ergibt, dass Käufe am Sekundärmarkt zulässig sind, ist kein Freibrief für jegliche Staatsanleihenkäufe am Sekundärmarkt, sondern ermächtigt nur zu solchen Käufen, die mit Sinn und Zweck des Verbots der monetären Staatsfinanzierung vereinbar sind.

Im Ansatz zutreffend hat der Generalanwalt festgestellt, dass der letzte Halbsatz von Art. 123 Abs. 1 AEUV im Zusammenhang mit Art. 18.1 ESZB-Satzung ausgelegt werden müsse<sup>367</sup>. Die Regelung in Art. 123 Abs. 1 AEUV, dass Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen erlaubt sein sollen, ist nur deshalb in diese Vorschrift aufgenommen worden, damit die EZB und die NZBen ihre herkömmlichen Offenmarktgeschäfte uneingeschränkt durchführen können.

Wenn Art. 123 AEUV seinem Wortlaut nach nur den Staatsanlehenerwerb am Primärmarkt verbietet, dann also allein deshalb, weil Staatsanleihenkäufe am Sekundärmarkt *als Mittel der Geldpolitik* zulässig sein sollen. Sie sollen jedoch *nicht als Mittel der Staatsfinanzierung* zulässig sein. Der Sinn des Art. 123 AEUV würde in sein Gegenteil verkehrt, wenn es der EZB und den nationalen Zentralbanken erlaubt wäre, genau denjenigen ökonomischen Effekt mit Staatsanleihen an den Sekundärmärkten anzustreben, den anzustreben ihnen mit Käufen am Primärmarkt verboten ist.

Die Vertragsstaaten wollten mit der Formulierung des Art. 123 Abs. 1 AEUV sicherstellen, dass die Zentralbanken weiterhin Offenmarktgeschäfte in dem bisher üblichen Umfang

---

<sup>366</sup> GA Pedro Cruz Villalón, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 222.

<sup>367</sup> GA Pedro Cruz Villalón, Schlussanträge v. 14.1.2015, Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 223 f.

durchführen können. Sie wollten aber nicht Staatsfinanzierung über die Sekundärmärkte erlauben. Der Kauf von Staatsanleihen *ohne Finanzierungscharakter* sollte möglich bleiben. Das ist beispielsweise der Kauf von Staatsanleihen zur Kurspflege beziehungsweise zur Zinsglättung. Bei solchen geldpolitischen Operationen werden die Anleihen nur relativ kurzfristig gehalten, und die Käufe wirken sich nicht auf die Finanzierungsbedingungen der Staaten aus.

Wie oben eingehend begründet wurde (C.V.3.a), bedarf das geldpolitische Mandat der EZB einschließlich des Instrumentariums einer historisch-konkreten Interpretation, weil nur durch Interpretation im Lichte dessen, was die Vertragsstaaten unter Geldpolitik verstanden haben und angesichts der Praxis verstehen konnten und was an Entwicklungsmöglichkeiten somit in ihrem Erwartungshorizont lag, eine mit dem Prinzip der demokratischen Legitimation noch zu vereinbarende hinreichende Inhaltsbestimmung des geldpolitischen Mandats möglich ist.

Oben (C.V.3.a cc) wurde ebenfalls eingehend dargestellt, dass Staatsanleihenankäufe mit dem Zweck und dem Volumen eines QE-Programms ein völlig neuartiges Instrument sind, das nicht zur Praxis der Geldpolitik in der Zeit des Vertragsschlusses gehörte. Niemand wäre damals auf die Idee gekommen, dass mit der Formulierung des Art. 123 Abs. 1 AEUV die EZB zur Durchführung eines derartigen Programms ermächtigt würde. Der Zweck des letzten Halbsatzes dieser Vorschrift, solche Staatsanleihenankäufe weiterhin zu erlauben, die auch herkömmlich im Rahmen der Offenmarktpolitik durchgeführt worden waren, deckt somit ein QE-Staatsanleihenankaufprogramm nicht.

Im Hinblick darauf, dass andere Zentralbanken großer Länder QE-Staatsanleihenankaufprogramme mit riesigen Volumina durchführen oder durchgeführt haben, mag das Ergebnis, dass der EZB dies verboten ist, überraschend erscheinen. Die rechtlichen Gründe für diesen Unterschied zu anderen Staaten wurden ebenfalls oben schon dargestellt (C.V.3.a aa). Wie dort gezeigt, unterscheiden sich die Grundlagen des Währungsrechts souveräner Staaten von denen der Europäischen Währungsunion in ganz wesentlichen Punkten. Wenn die Mitgliedstaaten der Europäischen Union der EZB ein QE-Staatsanleihenankaufprogramm gestatten wollen, können sie dies tun, indem sie die Verträge ändern. Ohne eine vertragliche Ermächtigung aber ist ein solches Programm vertragswidrig.

## **9. Zusammenfassende Bewertung**

Staatsanleihenkäufe am Sekundärmarkt in dem im PSPP vorgesehenen Umfang sind Käufen am Primärmarkt funktional äquivalent. Sie verstoßen gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, weil sie als Umgehung des in Art. 123 Abs. 1 AEUV formulierten Verbots des Ankaufs am Primärmarkt gewertet werden müssen. Dies ergibt sich schon daraus, dass sie darauf abzielen, die Finanzierungsbedingungen der Staaten zu erleichtern und dass sie dies auch objektiv bewirken. Und die Käufe werden mit von der Zentralbank eigens hierfür neu „gedruckten“ Geldes finanziert. Das ist monetäre Staatsfinanzierung.

Da die Marktteilnehmer im Rahmen des PSPP die Gewissheit haben, welches Volumen an Staatsanleihen der Eurostaaten das ESZB jeden Monat kauft und wie die Käufe auf die Staatsanleihen der einzelnen Eurostaaten verteilt sind, ist auch nach den Kriterien, die der EuGH in der Rechtssache Gauweiler u.a. formuliert hat, das PSPP funktional äquivalent mit verbotenen Staatsanleihenankäufen am Primärmarkt.

Wegen der Erleichterung der Finanzierungsbedingungen verursacht das PSPP auch einen *moral hazard*, der Sinn und Zweck des Verbots der monetären Staatsfinanzierung zuwider läuft: Die Staaten verlieren jeden ökonomischen Anreiz zur Haushaltsdisziplin, wenn sie sich praktisch zum Nulltarif verschulden können.

Außerdem wird durch das PSPP auch die Unabhängigkeit der Zentralbank gefährdet. Wenn diese in riesigem Volumen Staatsanleihen ankauft, führt das Risiko der Insolvenz eines Staates zu einem riesigen Verlustrisiko für das ESZB. Deshalb wird der EZB-Rat alles daransetzen, eine Staatsinsolvenz zu vermeiden. Er wird also insbesondere eine lockere Geldpolitik beibehalten, auch wenn aus geldpolitischen Gründen ein restriktiverer Kurs angezeigt wäre. Auch besteht die Gefahr, dass der politische Druck seitens der Regierungen auf die EZB groß wird, die historisch noch nie so billig gewesenen Verschuldungsmöglichkeiten nicht wieder zu verteuern.

Hinzu kommt, dass die Staaten die für die vom ESZB gehaltenen Staatsanleihen gezahlten – ohnehin schon niedrigen – Zinsen auch noch zum größten Teil über die Gewinnausschüttungen zurückerstattet bekommen.

Zusätzliche Gesichtspunkte, die dafür sprechen, dass das PSPP der monetären Staatsfinanzierung dient, sind das Einverständnis der EZB mit einem Schuldenschnitt aufgrund von Collective Action Clauses, das Halten eines großen Teils der Anleihen bis zur Endfälligkeit sowie der Ankauf von Anleihen mit erhöhtem Risiko – alles Gesichtspunkte, die das Bundesverfassungsgericht in seinem OMT-Vorlagebeschluss als Indizien für monetäre Staatsfinanzierung angesehen hatte und die auch für das PSPP zutreffen.

Ein Sonderfall im Rahmen des PSPP sind Staaten mit einem Hilfsprogramm des IWF, der EFSF oder des ESM. Deren Staatsanleihen werden vom ESZB auch dann gekauft, wenn sie nicht die Mindestbonität aufweisen, die für den Ankauf der Anleihen anderer Staaten vorgeschrieben ist. Für die Käufe solcher Ramschanleihen gibt es aber keinen geldpolitischen Zweck. Sie sind nur damit motiviert, die Finanzierung der betreffenden Staaten zu erleichtern und müssen deshalb auch dann als monetäre Staatsfinanzierung qualifiziert werden, wenn man diese Bewertung für die Anleihenkäufe anderer Staaten entgegen der hier vertretenen Auffassung verneinen wollte.

Die Vertragsstaaten wollten mit der Formulierung des Art. 123 Abs. 1 AEUV sicherstellen, dass die Zentralbanken weiterhin Offenmarktgeschäfte in dem bisher üblichen Umfang durchführen können. Sie wollten aber nicht Staatsfinanzierung über die Sekundärmärkte erlauben. QE-Staatsanleihenankaufprogramme gehörten nicht zur Offenmarktpolitik, wie sie im Zeitpunkt des Vertragsschlusses üblich war; sie lagen auch nicht im Erwartungshorizont möglicher Weiterentwicklung der Geldpolitik. Auch aus diesem Grunde sind sie durch Art. 123 Abs. 1 AEUV i.V.m. Art. 18.1 ESZB-Satzung nicht gedeckt.

In der öffentlichen Debatte wird oft darauf hingewiesen, dass auch die Zentralbanken der USA, Großbritanniens und Japans umfangreiche QE-Staatsanleihenankaufprogramme durchgeführt hätten. Deshalb geht man wie selbstverständlich davon aus, dass auch die EZB zu einem solchen Programm befugt sei. Demgegenüber ist darauf hinzuweisen, dass schon die Kompetenzgrundlagen der nationalen Zentralbanken dieser Staaten mit denen der supranationalen EZB nicht vergleichbar sind und dass die EZB in einem ganz anderen rechtlichen Rahmen arbeitet (oben C.V.3.a aa). Vor allem gilt – was in der Öffentlichkeit gar nicht wahrgenommen wird – für keine der großen Zentralbanken außerhalb der Europäischen Währungsunion ein Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung. Dass dieses Verbot für die Zentralbank einer Währungsunion im Unterschied zu nationalen Zentralbanken von großer Bedeutung für die demokratische Legitimation der öffentlichen Gewalt ist, wurde ebenfalls oben gezeigt (C.V.3.a aa [2.3]).

## **VII. Die Grundgesetzwidrigkeit des EAPP und seiner Teilprogramme – Erfüllung der Honeywell-Kriterien**

### **1. Zu den Voraussetzungen für die Feststellung eines Ultra-vires-Akts**

Organe der Europäischen Union sind nur an das Europarecht, nicht hingegen an die nationalen Verfassungen gebunden. Handeln sie jedoch jenseits ihrer Kompetenzen, die ihnen in den Verträgen durch die Mitgliedstaaten übertragen worden sind, dann können ihre Maßnahmen in den Mitgliedstaaten keine Geltung beanspruchen. Es fehlt ihnen dann die Legitimationsgrundlage. Sie greifen vielmehr rechtswidrig in die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten ein.

Aus der Perspektive des Grundgesetzes sind Maßnahmen von EU-Organen, die nicht durch eine EU-vertragliche Kompetenzgrundlage gedeckt sind, mit dem Demokratieprinzip (Art. 20 Abs. 2 GG) unvereinbar. Die Ausübung öffentlicher Gewalt – und dazu gehören auch Rechtsakte und faktisches Handeln von EU-Organen – bedarf in Deutschland demokratischer Legitimation durch das deutsche Staatsvolk. Für kompetenzgemäße EU-Akte wird diese im Ansatz durch das deutsche Zustimmungsgesetz zu dem EU-Vertrag vermittelt; kompetenzwidrigen EU-Akten fehlt diese Legitimation. Kompetenzwidrige Maßnahmen der Europäischen Union dürfen daher in Deutschland nicht mit Hilfe deutscher Staatsorgane durchgeführt werden. Sie sind in Deutschland rechtlich unwirksam und unbeachtlich. Und die zuständigen deutschen Staatsorgane sind verpflichtet, gegen solche Maßnahmen mit geeigneten Mitteln vorzugehen<sup>368</sup>.

Das Bundesverfassungsgericht hat die Kompetenz, Handlungen von EU-Organen daraufhin zu überprüfen, ob sie von den begrenzten Einzelermächtigungen der EU-Verträge ge-

---

<sup>368</sup> Zur diesbezüglichen Integrationsverantwortung der deutschen Staatsorgane oben B.I.3.



deckt sind<sup>369</sup>. Es übt eine „Ultra-vires-Kontrolle“ aus<sup>370</sup>. Im Hinblick auf die konkurrierende Zuständigkeit des Europäischen Gerichtshofs für die Interpretation der EU-Verträge und für die Kontrolle der EU-Organen auf die Vereinbarkeit ihres Verhaltens mit den Verträgen übt das Bundesverfassungsgericht die Ultra-vires-Kontrolle allerdings äußerst zurückhaltend aus, nämlich „europarechtsfreundlich“<sup>371</sup> und im Verhältnis zum EuGH kooperativ-ausgleichend<sup>372</sup>. Was das bedeutet, hat das Bundesverfassungsgericht im Honeywell-Beschluss konkretisiert: Erstens wird das Bundesverfassungsgericht über die Anwendbarkeit eines EU-Rechtsakts in Deutschland nicht entscheiden, bevor der EuGH die Vereinbarkeit dieses Rechtsakts mit den EU-Verträgen geprüft hat<sup>373</sup>. Zweitens wird es sich über die Entscheidung des EuGH nur dann hinwegsetzen, wenn die Kompetenzüberschreitung der Unionsgewalt evident und schwerwiegend ist<sup>374</sup>. Der EU-Akt muss zu einer „strukturell bedeutsamen Verschiebung zulasten der Mitgliedstaaten“ führen<sup>375</sup>.

Das wiederum ist immer der Fall, wenn es nicht um eine einmalige, mehr oder weniger „zufällige“, Rechtsverletzung handelt, sondern um eine Kompetenzanmaßung in dem Sinne, dass ein EU-Organ eine Kompetenz, die ihm nicht zusteht, als ihm zustehend behauptet und mit seinem Verhalten zum Ausdruck bringt, sich auch künftig entsprechend zu verhalten.

## 2. Das EAPP als evidente und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung

Dass die EZB mit dem EAPP ihre Kompetenzen überschreitet, wurde oben (C.V., VI.) detailliert dargelegt. Die Kompetenzüberschreitung ist auch evident und von struktureller Bedeutung. Für die Besonderheiten der Teilprogramme ABSPP und PSPP wird dies in den folgenden Abschnitten (3., 4.) gezeigt.

<sup>369</sup> *BVerfGE* 89, 155 (188) – Maastricht m. Hinw. auf *BVerfGE* 58, 1 (30 f.); 75, 223 (235, 242); bestätigt durch *BVerfG*, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 338 f. = *BVerfGE* 123, 267 (399 f.) – Lissabon; *BVerfG*, Beschl. v. 6.7.2010 – 2 BvR 2661/06, Rn. 55 = *BVerfGE* 126, 286 (302) – Honeywell.

<sup>370</sup> Diesen Begriff verwendet das BVerfG seit dem Lissabon-Urteil: *BVerfG*, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 240 = *BVerfGE* 123, 267 (353).

<sup>371</sup> *BVerfG*, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 241 = *BVerfGE* 123, 267 (354) – Lissabon; *BVerfG*, Beschl. v. 6.7.2010 – 2 BvR 2661/06, Rn. 58 = *BVerfGE* 126, 286 (303) – Honeywell.

<sup>372</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 6.7.2010 – 2 BvR 2661/06, Rn. 57 = *BVerfGE* 126, 286 (303) – Honeywell.

<sup>373</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 6.7.2010 – 2 BvR 2661/06, Rn. 60 = *BVerfGE* 126, 286 (304) – Honeywell.

<sup>374</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 6.7.2010 – 2 BvR 2661/06, Rn. 61 = *BVerfGE* 126, 286 (304) – Honeywell; *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 23-26 = *BVerfGE* 134, 366 (382-384) – OMT-Vorlagebeschluss. Im Honeywell-Beschluss hatte das BVerfG noch eine dritte Einschränkung formuliert: Nur wenn die Entscheidung des EuGH methodisch nicht mehr vertretbar sei, werde das BVerfG sie korrigieren, Beschl. v. 6.7.2010 – 2 BvR 2661/06, Rn. 66 = *BVerfGE* 126, 286 (307). Damit war das BVerfG aber viel zu weit hinter die von ihm im Lissabon-Urteil formulierten Kriterien zurückgegangen; die Ultra-vires-Kontrolle drohte jede Anwendungsmöglichkeit zu verlieren. Im OMT-Vorlagebeschluss wird dieses dritte Kriterium nicht mehr genannt.

<sup>375</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 37 = *BVerfGE* 134, 366 (392) – OMT-Vorlagebeschluss m. Hinw. auf *BVerfGE* 126, 286 (304 f.).

Das EAPP im ganzen (einschließlich aller drei Teilprogramme) ist außerdem schon deshalb ein evidenter und strukturell bedeutsamer Ultra-vires-Akt, weil die EZB eigenmächtig das primärrechtlich vorgegebene Preisstabilitätsziel umdefiniert hat und statt eines stabilen – also im langfristigen Durchschnitt unveränderten – Preisniveaus eine stetige Inflation von 2 % anstrebt (im einzelnen oben C.III.). Mit dem EAPP und seinen Teilprogrammen nimmt die EZB implizit die Kompetenz in Anspruch, das Ziel, an dem sie ihre Geldpolitik zu orientieren hat, eigenmächtig zu bestimmen. Wie oben gezeigt, ist die Festlegung des Inflationsziels keine geldpolitische, sondern eine wirtschaftspolitische Entscheidung. Die Geldpolitik dient dazu, das Ziel Inflationsziel zu verwirklichen. Dieses Ziel ist der Geldpolitik aber *vorgegeben*, im Falle der Europäischen Währungsunion sogar durch das primäre Unionsrecht. Die Änderung des vorgegebenen Ziels ist Sache der Mitgliedstaaten. Wenn die EZB eigenmächtig das Ziel ändert, ist das eine evidente Kompetenzanmaßung. Dass sie auch strukturelle Bedeutung hat, liegt auf der Hand. Denn es handelt sich um eine Änderung des Rechtsrahmens der EZB und des ESZB.

### **3. Das ABS-Ankaufprogramm als evidente und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung**

Aus den Darlegungen im Abschnitt C.IV.3.c) ergibt sich, dass die EZB mit dem ABS-Ankaufprogramm ihre Kompetenzen evident überschreitet. Es ist offensichtlich, dass es sich um ein Bankenförderungsprogramm handelt, das wirtschaftspolitischen Charakter hat, und dass die geldpolitische Argumentation der EZB nur vorgeschoben ist, um die Bankensubventionierung rechtfertigen zu können.

Es handelt sich auch um eine strukturell bedeutsame Kompetenzanmaßung. Die EZB dehnt ihre Kompetenzen im Hinblick auf die Anwendung „unkonventioneller“ Maßnahmen gezielt aus. Indem die EZB behauptet, das Programm sei durch ihr geldpolitisches Mandat gedeckt, macht sie deutlich, dass sie die Kompetenz für derartige Maßnahmen dauerhaft für sich in Anspruch nimmt. Die Mitgliedstaaten werden durch das ABS-Ankaufprogramm nicht nur marginal, sondern sehr schwerwiegend beeinträchtigt. Die EZB vergemeinschaftet mit den ABS-Ankäufen die Ausfallrisiken für von Banken vergebene Kredite, und dies in einer angestrebten Höhe von etlichen hundert Milliarden Euro. Die Risiken, mit denen der Bundeshaushalt belastet wird, können 100 Milliarden Euro überschreiten – und dies, ohne dass der Bundestag gefragt wurde, ob er mit der Belastung des Haushalts mit diesen Risiken einverstanden ist. Damit greift das ABS-Ankaufprogramm auch in die Haushaltsautonomie des Bundestages ein (dazu näher unten im Abschnitt C.VIII.1.a). Das Bundesverfassungsgericht hat gesagt, dass es als „strukturell bedeutsam“ insbesondere solche Kompetenzüberschreitungen ansieht, die sich auf Sachbereiche erstrecken, die zur durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützten Verfassungsidentität rechnen oder besonders vom demokratischen diskursiven Prozess in den Mitgliedstaaten abhängen<sup>376</sup>. Dies ist hier der Fall.

---

<sup>376</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 37 = BVerfGE 134, 366 (392) – OMT-Vorlagebeschluss m. Hinw. auf BVerfGE 126, 286 (307).

Denn die Haushaltsautonomie des Bundestages gehört zu dieser besonders geschützten Verfassungsidentität (näher oben C.I.2. und sogleich im Abschnitt C.VIII.1.).

#### **4. Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm als evidente und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung**

Oben (C.V., VI.) wurde eingehend gezeigt, dass die EZB mit dem PSPP ihre Kompetenzen evident überschreitet. Es ist offensichtlich, dass dieses Programm zur Deflationsprävention nicht erforderlich und angesichts der immensen Risiken und nachteiligen Wirkungen, die mit ihm verbunden sind, im engeren Sinne unverhältnismäßig ist. Es ist ebenso offensichtlich, dass das, was das Programm objektiv bewirkt – Entlastung der Banken von problematischen Anleihen, Förderung der Banken durch Verschaffung immenser Gewinnmöglichkeiten, Erleichterung der Finanzierungsbedingungen für die Eurostaaten –, Umstände sind, die als Ziele der Politik nicht in den Bereich der Geldpolitik, sondern in den Bereich der Wirtschafts- oder Fiskalpolitik fallen.

Außerdem ist evident, dass das PSPP gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstößt. Es ist geradezu sein Zweck, die Finanzierungsbedingungen der Eurostaaten und damit ihre Neuverschuldung zu erleichtern. Auch nach den Kriterien, die der EuGH in der Rechtssache Gauweiler u.a. formuliert hat<sup>377</sup>, ist das PSPP verbotenen Staatsanleihenankäufen am Primärmarkt funktional äquivalent. In ganz besonderem Maße evident ist es, dass die Erstattung der Zinsen, die die Eurostaaten für von der EZB gehaltene Staatsanleihen zu zahlen haben, verbotene Staatsfinanzierung ist (C.VI.4).

Es handelt sich auch um eine strukturell bedeutsame Kompetenzzanmaßung. Die EZB dehnt ihre Kompetenzen im Hinblick auf die Anwendung „unkonventioneller“ Maßnahmen gezielt aus. Es handelt sich nicht um eine einmalige, sozusagen versehentliche Kompetenzüberschreitung, sondern Staatsanleihenkäufe dieses Umfangs und mit dieser Zielsetzung, die früher nach allgemeinem Verständnis nicht zur Geldpolitik gehörten, sollen jetzt als „unkonventionelle Maßnahmen“ dauerhaft in den der EZB zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumentenkasten aufgenommen werden. Indem die EZB behauptet, das Programm sei durch ihr geldpolitisches Mandat gedeckt, macht sie deutlich, dass sie die Kompetenz für derartige Maßnahmen dauerhaft für sich in Anspruch nimmt. Eine solche Kompetenzerweiterung bedarf aber der Legitimation durch die Mitgliedstaaten. Das Beispiel des Vereinigten Königreichs verdeutlicht, dass eine Zentralbank nicht legitimiert ist, aus eigener Selbstherrlichkeit heraus, ihre geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten um ein solches Instrument zu erweitern. Dort hat, wie oben gezeigt (C.V.3.a aa [2.1]), die Bank of England die Genehmigung des Schatzkanzlers – also der britischen Regierung – eingeholt, bevor sie ihr QE-Staatsanleihenankaufprogramm startete. In der Europäischen Union könnten nur die Mitgliedstaaten und ihre Parlamente den Einsatz eines derart neuen, hinsichtlich seiner Wirkungen alles, was die Vertragsstaaten sich bei Formulierung der einschlägigen Normen vorgestellt hatten, überschreitendes Instrument legitimieren.

---

<sup>377</sup> *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 104, 106; dazu oben C.VI.1.

Dass diese strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung nicht nur Bagatelldarakter hat, ergibt sich schon aus der gigantischen Größenordnung des Programms und aus den gewaltigen Risiken und Nebenwirkungen, die mit ihm verbunden sind (dazu oben C.V.5.c).

Die Mitgliedstaaten werden durch das PSPP nicht nur marginal, sondern sehr schwerwiegend beeinträchtigt. Die EZB vergemeinschaftet mit den QE-Staatsanleihenkäufen unmittelbar die Ausfallrisiken für einen erheblichen Teil der angekauften Staatsanleihen<sup>378</sup>. Der Bundeshaushalt wird mit den Risiken der Insolvenz anderer Staaten belastet, ohne dass der Bundestag gefragt wurde, ob er damit einverstanden ist. Damit greift das QE-Staatsanleihenankaufprogramm auch in die Haushaltsautonomie des Bundestages ein (dazu näher unten im Abschnitt C.VIII.). Das Bundesverfassungsgericht hat gesagt, dass es als „strukturell bedeutsam“ insbesondere solche Kompetenzüberschreitungen ansieht, die sich auf Sachbereiche erstrecken, die zur durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützten Verfassungsidentität rechnen oder besonders vom demokratischen diskursiven Prozess in den Mitgliedstaaten abhängen<sup>379</sup>. Dies ist hier der Fall. Denn die Haushaltsautonomie des Bundestages gehört zu dieser besonders geschützten Verfassungsidentität (näher oben C.I.2. und sogleich im Abschnitt C.VIII.).

Die QE-Politik der EZB hat auch sehr schwerwiegende Auswirkungen auf die Wirtschafts- und Sozialpolitik in Deutschland. Die Niedrigzinspolitik vernichtet Sparvermögen und gefährdet die private und betriebliche Altersvorsorge<sup>380</sup>. Auch aus diesen Gründen kann das PSPP nicht als eine nur marginale Beeinträchtigung abgetan werden.

## **VIII. Die Grundgesetzwidrigkeit des EAAP – Verletzung der Verfassungsidentität**

### **1. Verletzung der Budgethoheit des Bundestages als Verletzung der deutschen Verfassungsidentität**

Zur Budgethoheit des Bundestages gehört es, dass der Bundestag über Einnahmen und Ausgaben des Staates eigenverantwortlich entscheidet. Dies gilt auch im Rahmen internationaler Zusammenarbeit<sup>381</sup>. Eine Verletzung der durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützten Verfassungsidentität des Grundgesetzes ist insbesondere dann gegeben, wenn ein Mecha-

---

<sup>378</sup> Zur strukturellen Bedeutsamkeit der Umverteilung von Haushaltsrisiken zwischen den Mitgliedstaaten vgl. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 41 = BVerfGE 134, 366 (393) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>379</sup> *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 37 = BVerfGE 134, 366 (392) – OMT-Vorlagebeschluss m. Hinw. auf *BVerfGE* 126, 286 (307).

<sup>380</sup> Dazu oben Fn. 288.

<sup>381</sup> Siehe im einzelnen mit Nachweisen der Rspr. oben C.I.2.

nismus geschaffen wird, der auf eine Haftungsübernahme Deutschlands für Willensentscheidungen Dritter mit schwerkalkulierbaren Folgewirkungen hinauslief<sup>382</sup>.

### **a) Das ABS-Ankaufprogramm als parlamentarisch nicht legitimierter Eingriff in die Budgethoheit des Bundestages**

Mit dem ABS-Ankaufprogramm nimmt die EZB den Banken die Ausfallrisiken für deren in ABS gebündelte Forderungen ab (C.IV.3.b aa [1]). Die EZB entwickelt sich so zur Bad Bank der Eurozone (C.IV.3.b bb [4.3]). Das Programm führt auch dazu, dass das Risiko der Eurostaaten, ihre Banken mit Steuergeldern retten zu müssen, weitgehend vergemeinschaftet wird (C.IV.3.b bb [4]). Mit diesen Risiken wird der Bundeshaushalt mindestens in Höhe des Anteils belastet, den die Bundesbank an der EZB hat, also mit rund 26 %. Wie hoch dieses Risiko maximal ist, hängt von dem Volumen der ABS-Käufe ab. Dieses Volumen ist zwar erheblich geringer als bei den Staatsanleihenkäufen, aber auch nicht zu vernachlässigen<sup>383</sup>. Das Ankaufvolumen wurde von der EZB nicht beschränkt, kann also erheblich ausgeweitet werden, wenn die Banken genügend ABS anbieten.

Das ABS-Ankaufprogramm ist ein Fördermechanismus für Banken und indirekt für diejenigen Mitgliedstaaten, die auf diese Weise von dem Risiko, Problembanken retten zu müssen, entlastet werden. Für die Risiken, die die EZB damit auf ihre Bilanz nimmt, haften automatisch die Mitgliedstaaten, ohne dass ihre Parlamente dazu auch nur gefragt wurden, geschweige denn ein Vetorecht hatten. Die EZB nimmt mit den ABS-Ankäufen „solidarische Hilfsmaßnahmen größeren Umfangs“ zulasten des Bundeshaushalts vor, ohne dass der Bundestag dies bewilligt hat.

Die ABS-Ankäufe führten zwar nicht zu einer unmittelbaren Belastung des Bundeshaushalts mit Zahlungsverpflichtungen oder mit Einnahmeausfällen. Es kann aber nicht darauf ankommen, ob der Bundeshaushalt unmittelbar oder mittelbar belastet wird. Entscheidend ist, dass Dritte – hier ein Organ einer supranationalen Organisation – ohne konstitutive Zustimmung des Bundestages Entscheidungen treffen, die sich auf Einnahmen und Ausgaben des Bundes in einer die Haushaltsverantwortung grundlegend berührenden Weise auswirken. Es geht hier schließlich um riesige mögliche Belastungen, die die Haushaltsautonomie schwerwiegend beeinträchtigen können. Wenn die EZB für etliche hundert Milliarden Euro ABS kauft, können auf den Bundeshaushalt schnell Risiken in Höhe von über 100 Milliarden Euro zukommen. Entscheidend ist die Beeinträchtigung der Haushaltsautonomie. Wird diese mittelbar herbeigeführt, ist sie im Ergebnis ebenso beeinträchtigt wie bei einer unmittelbaren Einwirkung.

Dürfte der Bundestag sich nur solchen finanzwirksamen Mechanismen nicht ausliefern, die den Bundeshaushalt *unmittelbar* belasten, ließe sich das Verbot durch organisatorische

---

<sup>382</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 102 = BVerfGE 134, 366 (418) – OMT-Vorlagebeschluss m. Hinw. auf BVerfGE 129, 124 (179 ff.).

<sup>383</sup> Zum Volumen der bisher getätigten Ankäufe vgl. oben Fn. 11.

Konstruktionen leicht umgehen. Dass Verluste der EZB sich mittelbar in gravierender Weise auf den Bundeshaushalt auswirken – und zwar in einem so großen Umfang, dass die Haushaltsgestaltung des Bundestages schwerwiegend in Mitleidenschaft gezogen wird – ist nicht zu bezweifeln.

So führen Verluste infolge von ABS-Ankäufen zunächst dazu, dass die regelmäßig an den Bundeshaushalt abgeführten Bundesbankgewinne stark geschmälert werden oder dass die Gewinnüberweisungen der Bundesbank sogar ganz ausbleiben. So hat die Bundesbank im Jahre 2010 noch einen Gewinn in Höhe von 4,1 Mrd. Euro an den Bund abgeführt. Im Jahre 2012 waren es aufgrund von Wagnisrückstellungen infolge der Eurokrise – die EZB hatte damals Staatsanleihen von Krisenstaaten im Volumen von rund 200 Mrd. Euro gekauft – nur noch zwischen 600 und 700 Mio. Euro; Finanzminister Schäuble hatte 2,5 Mrd. Euro im Haushalt eingeplant<sup>384</sup>.

Sind die Verluste der EZB so groß, dass sie nicht mehr durch Minderung von Gewinnausschüttungen aufgefangen werden können, so spielt es keine Rolle, ob diese auf die Zentralbanken der Euro-Staaten und damit mit einem Anteil von 26 % auf die Bundesbank automatisch oder aufgrund eines Beschlusses des EZB-Rates überwältigt werden. Denn sachlich gibt es zu einem solchen Beschluss gar keine Alternative. Außerdem kann Deutschland aufgrund der Mehrheitsverhältnisse im EZB-Rat einen solchen Beschluss nicht verhindern. Ebenso wenig spielt es eine Rolle, ob die Bundesrepublik Deutschland für die Bundesbank eine Gewährträgerhaftung trifft. Denn ein souveräner Staat kann es sich nicht leisten, seine Zentralbank pleitegehen zu lassen. Er ist auf eine funktionierende Zentralbank zwingend angewiesen. Deshalb ist es im Ergebnis unstrittig, dass die Zentralbankverluste letztlich den Bundeshaushalt treffen – sei es in Form von Einnahmeausfällen, sei es in Form der Notwendigkeit der Rekapitalisierung der Bundesbank.

Somit ist das ABS-Ankaufprogramm ein finanzwirksamer Mechanismus, der zu nicht überschaubaren haushaltsbedeutsamen Belastungen des Bundeshaushalts ohne vorherige konstitutive Zustimmung des Bundestages führt<sup>385</sup>. Daher ist er mit der Budgetverantwortung des Bundestages unvereinbar und verstößt gegen die Verfassungsidentität des Grundgesetzes.

Auch unter diesem Aspekt ist darauf hinzuweisen, dass es nicht um eine einmalige und punktuelle Verfehlung geht. Vielmehr handelt es sich um eine auf Dauer angelegte Anmaßung von Entscheidungsbefugnissen durch die EZB, die in einem demokratischen System nur einem Parlament oder unmittelbar dem Volk zustehen können.

Wie schon zuvor im Falle des OMT-Staatsanleihenkaufprogramms liegt hier ein Musterfall für die Anwendung der Identitätskontrolle vor: Ein EU-Organ handelt in einer Weise, die strukturell fundamentalen Anforderungen des Demokratieprinzips widerspricht. Hätten die

---

<sup>384</sup> FAZ.net v. 6.3.2012, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/schuldenkrise-bundesbankgewinn-faellt-deutlich-geringer-aus-11674218.html> (abgerufen am 7.2.2013).

<sup>385</sup> Zu diesen Kriterien *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 125, vgl. auch Rn. 128 = BVerfGE 129, 124 (179, vgl. auch 180) – EFSF/EFSM.

Mitgliedstaaten bei der Formulierung des Vertrags von Maastricht der EZB die Kompetenz zum Ankauf von faulen Krediten aus Krisenstaaten zur Entlastung der Bankbilanzen zugesprochen, wäre der Vertrag klar verfassungswidrig, weil er der EZB ermöglichte, den nationalen Haushalten entsprechende Ausfallrisiken aufzubürden, ohne dafür parlamentarisch ermächtigt worden zu sein. Nach der hier vertretenen Auffassung enthält der Vertrag diese Kompetenz nicht. Die EZB handelt schon deshalb ohne demokratische Legitimation, weil ihr die entsprechende Kompetenz fehlt. Zusätzlich aber widerspricht ihr Handeln dem Demokratieprinzip, weil es denjenigen Grundsätzen widerspricht, die das Bundesverfassungsgericht als unerlässlich für die Wahrung des Demokratieprinzips formuliert hat.

### **b) Das QE-Staatsanleihenankaufprogramm als parlamentarisch nicht legitimierter Eingriff in die Budgethoheit des Bundestages**

Das PSPP führt dazu, dass der Bundeshaushalt mit Risiken in Höhe von über 100 Milliarden Euro, im schlimmsten Fall mit Risiken von rund 300 Milliarden Euro, und bei Erweiterung des Programms mit noch größeren Risiken belastet werden kann<sup>386</sup>.

Hinzu kommt, dass die EZB im Rahmen des PSPP sogar absichtlich Verluste machen will, von denen ein Teil dann nicht nur als Risiko, sondern als reale Einkommenseinbuße den Bundeshaushalt belasten wird. EZB-Präsident Draghi hat nämlich angekündigt, dass die EZB auch Staatsanleihen mit negativer Rendite kaufen wird<sup>387</sup>. Das bedeutet, dass die EZB bei Endfälligkeit dieser Anleihen weniger Geld bekommt, als sie – abzüglich der erhaltenen Zinsen – dafür bezahlt hat. Allerdings dürften die hieraus resultierenden Verluste relativ gering sein<sup>388</sup>.

Die Annahme, dem ESZB könnten durch das PSPP überhaupt keine Verluste entstehen, weil ja das für die Staatsanleihenkäufe ausgegebene Geld neu geschöpft werde, so dass – wenn es verloren sei – der Verlust jedenfalls nicht größer sein könne als der anfängliche Vermögenszuwachs aus dem Kauf der Anleihen<sup>389</sup>, geht an der hier besprochenen Problematik vorbei. Sie berücksichtigt nicht die Umverteilungswirkung<sup>390</sup>, die das Ankauf-

---

<sup>386</sup> Vgl. bereits oben C.V.3.b) bb), cc).

<sup>387</sup> EZB-Präsident *Mario Draghi*, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 22 Jan. 2015 <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html#qa> (abgerufen am 7.3.2015); EZB-Präsident *Mario Draghi*, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Nicosia, 5 March 2015 <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150305.en.html#qa> (abgerufen 8.3.2015).

<sup>388</sup> Vgl. *Sebastian Jost*, Bundesbank droht Verlustgeschäft mit Staatsanleihen, *Die Welt* v. 11.3.2015, [www.welt.de/138248654](http://www.welt.de/138248654) (abgerufen 11.3.2015).

<sup>389</sup> So *Martin Hellwig*, Richtige und falsche Ängste vor einer expansiven Geldpolitik, *FAS* v. 8.3.2015, S. 20.

<sup>390</sup> Vgl. z.B. *BVerfG*, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 41 = *BVerfGE* 134, 366 (393) – OMT-Vorlagebeschluss.

programm hinsichtlich der Geldströme vom ESZB zu den Staatshaushalten – und gegebenenfalls auch umgekehrt – hat<sup>391</sup>.

aa) Risiken bei Ankäufen nach dem Prinzip gemeinschaftlicher Risikotragung („Risikoteilung“)

Ein erheblicher Teil der im Rahmen des PSPP angekauften Anleihen – nämlich 20 % des Ankaufvolumens – wird vom ESZB nach dem Prinzip gemeinschaftlicher Risikotragung (von der EZB als „Prinzip der Risikoteilung“ bezeichnet<sup>392</sup>) verbucht. Diese Anleihen werden durch Ankauf seitens des ESZB ökonomisch betrachtet zu Eurobonds. Die Risiken werden vergemeinschaftet (dazu im einzelnen bereits oben C.V.3.b bb).

Die Größe des so entstehenden Gemeinschaftsrisikos ist nicht genau erkennbar. Denn das gesamte Ankaufvolumen von 1,14 Billionen Euro bezieht sich auf das gesamte EAPP. Welche Anteile innerhalb dieses Gesamtprogramms auf das ABSPP, auf das CBPP3 und auf das PSPP entfallen, ist unklar. Der weitaus größte Anteil wird jedenfalls auf Anleihenkäufe im Rahmen des PSPP entfallen. Geht man davon aus, dass für mindestens 700 Mrd. Euro Staatsanleihen (und andere Anleihen aus dem öffentlichen Sektor) gekauft werden, dann werden im Rahmen des PSPP Risiken in Höhe von mindestens 170 Mrd. Euro vergemeinschaftet. Hinzu kommt, dass sämtliche Risiken aus dem ABSPP und aus dem CBPP3 ebenfalls vergemeinschaftet sind, so dass auf Basis der Annahme, von den insgesamt 1,14 Billionen Euro des Gesamtprogramms würden 700 Mrd. Euro für Staatsanleihen und die restlichen 414 Mrd. Euro für ABS und für gedeckte Schuldverschreibungen ausgegeben, ein vergemeinschaftetes Risiko in Höhe von 584 Mrd. Euro ergäbe. Der 26-prozentige Anteil an diesem Risiko, der auf die Bundesbank und letztlich auf den Bundeshaushalt entfiel, betrüge rund 152 Mrd. Euro. Das wäre allerdings nur das Mindestrisiko. Die Risiken sind schon deshalb größer, weil bei Insolvenz eines Eurostaates die aus dieser Zahlungsunfähigkeit resultierenden Verluste nicht auf alle Eurostaaten gemäß dem Kapitalschlüssel der EZB verteilt werden können – der insolvente Staat fällt ja aus, so dass sich die Anteile der anderen Staaten an den Verlusten entsprechend erhöhen. Außerdem will die EZB das EAPP und insbesondere das PSPP über den September 2016 hinaus fortführen, falls sie bis dahin nicht ihr Inflationsziel erreicht hat. In diesem Fall steigt das Gesamtrisiko über die jetzt geplanten 1,14 Billionen Euro hinaus immer weiter an.

Hinzuweisen ist auch nochmals auf den Umstand, dass der EZB-Rat gemäß Art. 32.4 ESZB-Satzung beschließen kann, dass Verluste nationaler Zentralbanken, die diese in Ausführung vom EZB-Rat beschlossener geldpolitischer Maßnahmen erleiden, von der EZB übernommen beziehungsweise auf die NZBen verteilt werden können. Wenn der EZB-Rat jetzt für 80 % des Ankaufvolumens des PSPP beschlossen hat, dass jede NZB die Verlustrisiken für die von ihr gekauften Staatsanleihen selbst trägt, kann dies jederzeit geändert

---

<sup>391</sup> Vgl. *Hans-Werner Sinn*, Das Geld der EZB fällt nicht wie Manna vom Himmel, FAS v. 15.3.2015, S. 20; Bundesbankvorstandsmitglied *Joachim Nagel*, Interview („Das Ankaufprogramm birgt Risiken“), FAZ v. 16.3.2015, S. 19 mit scharfer Kritik an Hellwig.

<sup>392</sup> Presseerklärung v. 22.1.2015 (Fn. 7).



werden. Es gibt keine Garantie, dass der EZB-Rat einen solchen Beschluss nicht fassen wird. Sind die Risiken durch die Staatsanleihenkäufe erst einmal entstanden, können sie ohne weiteres durch Beschluss der EZB von den einzelnen NZBen auf die Gesamtheit umverteilt werden.

Für die Risiken, die die EZB mit den der gemeinschaftlichen Risikotragung unterliegenden Anleihenkäufen auf ihre Bilanz nimmt, haften automatisch die Mitgliedstaaten, ohne dass ihre Parlamente dazu auch nur gefragt wurden, geschweige denn ein Vetorecht hatten<sup>393</sup>. Hierdurch wird – wie Bundesbankpräsident *Weidmann* es formuliert hat – „eine Gemeinschaftshaftung durch die Hintertür eingeführt“<sup>394</sup>. Die EZB nimmt mit den Ankäufen „solidarische Hilfsmaßnahmen größeren Umfangs“ zulasten des Bundeshaushalts vor, ohne dass der Bundestag dies bewilligt hat.

Die Anleihenkäufe führen zwar nicht zu einer unmittelbaren Belastung des Bundeshaushalts mit Zahlungsverpflichtungen oder mit Einnahmeausfällen. Es kann aber nicht darauf ankommen, ob der Bundeshaushalt unmittelbar oder mittelbar belastet wird, wie oben im Zusammenhang mit dem ABS-Ankaufprogramm bereits eingehend begründet wurde (C.VIII.1.a). Dort wurde auch gezeigt, auf welche Weise Verluste der EZB, die aus Ankäufen von Wertpapieren im Rahmen des EAPP resultieren, auf den Bundeshaushalt durchschlagen. Im Ergebnis, daran sei hier erinnert, treffen Zentralbankverluste letztlich den Bundeshaushalt entweder in Form von Einnahmeausfällen oder in Form der Notwendigkeit einer Rekapitalisierung der Bundesbank.

Somit ist das PSPP ein finanzwirksamer Mechanismus, der zu nicht überschaubaren haushaltsbedeutsamen Belastungen des Bundeshaushalts ohne vorherige konstitutive Zustimmung des Bundestages führt<sup>395</sup>. Daher ist dieses Programm mit der Budgetverantwortung des Bundestages unvereinbar und verstößt gegen die Verfassungsidentität des Grundgesetzes.

Auch unter diesem Aspekt ist darauf hinzuweisen, dass es nicht um eine einmalige und punktuelle Verfehlung geht. Vielmehr handelt es sich um eine auf Dauer angelegte Anmaßung von Entscheidungsbefugnissen durch die EZB, die in einem demokratischen System nur einem Parlament oder unmittelbar dem Volk zustehen können.

---

<sup>393</sup> Mit „haften“ ist nicht eine schuldrechtliche Haftung gemeint, sondern die ökonomische Zurechnung der Verluste, die sich bei Realisierung der Risiken ergeben. Die These des Prozessvertreters der Bundesregierung im OMT-Verfahren, *Ulrich Häde*, die Mitgliedstaaten hafteten nicht (FAZ v. 11.2.2015, S. 16: „Der deutsche Steuerzahler haftet nicht“), ist ein Ablenkungsmanöver, das den Blick von den ökonomischen Folgen, auf die es rechtlich ankommt, weglenken soll. Zutreffend dazu der Leserbrief des Wirtschaftswissenschaftlers *Roland Vaubel*, FAZ v. 2.3.2015, S.18; vgl. auch *Hans-Werner Sinn*, Das Eurosystem ist wie eine Aktiengesellschaft, ifo Standpunkt Nr. 163, [http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q1/press\\_20150318-Ifo-Viewpoint-163.html](http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q1/press_20150318-Ifo-Viewpoint-163.html) (abgerufen 20.3.2015).

<sup>394</sup> Er hat hinzugefügt: „Und in diesem Fall bin ich jemand, der lieber durch die Vordertür eintritt. Damit möchte ich sagen, dass es den gewählten Regierungen und Parlamenten obliegt, derart weitreichende Entscheidungen zu treffen.“, Rede in London 12.2.2015 (Fn. 265).

<sup>395</sup> Zu diesen Kriterien *BVerfG*, Urt. v. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Rn. 125, vgl. auch Rn. 128 = BVerfGE 129, 124 (179, vgl. auch 180) – EFSF/EFSM.

Wie oben schon zum ABS-Ankaufprogramm näher gezeigt (C.VIII.1.a), liegt auch hier ein Musterfall für die Anwendung der Identitätskontrolle vor: Ein EU-Organ handelt in einer Weise, die strukturell fundamentalen Anforderungen des Demokratieprinzips widerspricht. Hätten die Mitgliedstaaten bei der Formulierung des Vertrags von Maastricht der EZB die Kompetenz zum Ankauf von Staatsanleihen und damit zur Vergemeinschaftung der damit verbundenen Verlustrisiken zugesprochen, wäre der Vertrag klar verfassungswidrig, weil er der EZB ermöglichte, den nationalen Haushalten entsprechende Ausfallrisiken aufzubürden, ohne dafür parlamentarisch ermächtigt worden zu sein.

bb) Risiken bei Ankäufen nach dem Prinzip der Risikotragung durch die NZBen

Der EZB-Rat hat versucht, die Problematik der Risikovergemeinschaftung dadurch zu entschärfen, dass er entschieden hat, dass die NZBen die eventuellen Verluste tragen, die aus dem Ankauf der Staatsanleihen entstehen, die sie selbst gekauft haben<sup>396</sup>. Für diese Anleihen soll – im Unterschied zu den von der EZB gekauften Anleihen und im Unterschied zu den von den NZBen gekauften Anleihen internationaler Organisationen – das Prinzip der Risikoteilung nicht gelten. Es soll hiernach kein Ausgleich der Verluste zwischen den NZBen und keine Entschädigung durch die EZB für diese Verluste erfolgen. Das Volumen der Staatsanleihenkäufe, für die die Verlusttragung in dieser Weise geregelt ist, beträgt zunächst 80 % des PSPP. Es handelt sich jedoch um einen geringeren Prozentsatz des gesamten EAPP, weil Verluste aus Ankäufen im Rahmen des ASBPP und des CBPP3 der Gemeinschaftshaftung unterliegen (dazu im einzelnen bereits oben C.V.3.b bb).

Im Ausgangspunkt gibt es für diesen Teil des Programms also keine Haftungsvergemeinschaftung und keine Risikoverlagerung. Wenn die Bundesbank nur deutsche Bundesanleihen kauft<sup>397</sup>, wird der Bundeshaushalt nicht mit Risiken belastet, für die andere Staaten verantwortlich sind.

Wie oben (C.V.3.b cc) bereits dargelegt, ist aber damit zu rechnen, dass im Laufe der Zeit auch die Risiken aus diesem Teil des Programms – zumindest teilweise, möglicherweise aber sogar bis zu 100 % – vergemeinschaftet werden. Wie oben gezeigt, ist der EZB-Rat nicht nur berechtigt, jederzeit durch Beschluss eine Verteilung der Verluste anzuordnen, sondern im Falle der infolge von Verlusten entstandenen Überschuldung einer NZB ist er hierzu sogar rechtlich verpflichtet.

Auch im Hinblick auf die 80 % des Ankaufvolumens, für die nach dem Beschluss vom 22.1.2015 die NZBen die Verlustrisiken für die von ihnen gekauften Anleihen des eigenen Staates alleine tragen, ist eine Vergemeinschaftung von Verlusten somit im PSPP bereits angelegt.

---

<sup>396</sup> Presseerklärung vom 22.1.2015 (Fn. 7).

<sup>397</sup> So grundsätzlich vorgesehen in Art. 6 Abs. 3 der Entscheidung v. 4.3.2015.

Diese Vergemeinschaftung tritt zwar nicht „automatisch“ ein, sondern bedarf eines Beschlusses des EZB-Rates. Wenn dieser jedoch rechtlich zu einem solchen Beschluss verpflichtet ist, handelt es sich um eine rein formale Hürde.

Im übrigen kommt es verfassungsrechtlich gar nicht darauf an, ob die Belastung des Bundeshaushalts durch die Verluste aus Staatsanleihenkäufen in dem Sinne „automatisch“ erfolgt, dass auf der Ebene der EZB hierzu keine Beschlüsse erforderlich sind. Entscheidend ist, dass dazu kein Beschluss des Bundestages erforderlich ist, sondern dass der Bundeshaushalt durch Entscheidungen fremder Staaten oder internationaler Organe belastet wird, ohne dass der Bundestag den notwendig werdenden Ausgaben oder den Einnahmeminde- rungen konstitutiv zugestimmt hat.

An dieser konstitutiven Zustimmung fehlt es auch im Hinblick auf diesen Teil des Pro- gramms.

### cc) Ergebnis

Durch das QE-Staatsanleihenankaufprogramm der EZB werden Verlustrisiken aus Staats- anleihenkäufen in Höhe von weit über 100 Mrd. Euro, unter Umständen sogar in Höhe von mehreren hundert Milliarden Euro, dem Bundeshaushalt aufgebürdet, ohne dass der Bun- destag dem konstitutiv zugestimmt hat. Dies ist mit der Budgethoheit des Bundestages und mit dem Demokratieprinzip unvereinbar.

## **2. Das EAPP als Verletzung des Demokratieprinzips auf europäischer Ebene**

Die Identitätskontrolle beschränkt sich nicht auf die Kontrolle, ob die unabänderbaren Ver- fassungsprinzipien des Art. 79 Abs. 3 GG auf nationaler Ebene durch eine Maßnahme der Europäischen Union verletzt werden. Sie erstreckt sich auch darauf, ob auf der Ebene der Europäischen Union diejenigen Prinzipien gewahrt bleiben, von denen Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG die Übertragung von Hoheitsrechten auf die Europäische Union abhängig macht. Wie weit die Identitätskontrolle in dieser Dimension im einzelnen reicht, bedarf hier keiner Erörterung<sup>398</sup>. Jedenfalls erstreckt sich die Identitätskontrolle in ihrer unionsbezogenen Dimension darauf, ob diejenigen Prinzipien, ohne deren Wahrung auf Unionsebene der deutsche Integrationsgesetzgeber wegen Art. 79 Abs. 3 GG Hoheitsrechte nicht auf die Union übertragen dürfte, im Prozess der Fortentwicklung der Europäischen Union gewahrt bleiben: Die Strukturklausel des Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG erlaubt die Übertragung von Hoheitsrechten auf die Europäische Union nur unter der Voraussetzung, dass die Verfas- sungsidentität – wenn auch mit den Modifikationen, die sich aus der Natur eines Staaten-

---

<sup>398</sup> Insbesondere bleibt die Grundrechtskontrolle, die als Spezialfall der Identitätskontrolle betrachtet wer- den kann und die dem Sonderregime der „Solange“-Rechtsprechung unterliegt, hier außer Betracht.

verbundes ergeben – dabei auch auf europäischer Ebene gewahrt bleibt<sup>399</sup>. Und die Identitätskontrolle soll sicherstellen, dass die Erfüllung dieser Voraussetzung dauerhaft gewahrt bleibt.

Im Falle der EZB führt jede Kompetenzüberschreitung auch zu einem Verstoß gegen das Demokratieprinzip auf europäischer Ebene. Denn die EZB ist – wie oben gezeigt (C.II.1.b) – nicht demokratisch, sondern expertokratisch legitimiert. Diese „Modifikation“ des Demokratieprinzips, wie das Bundesverfassungsgericht dies genannt hat, findet ihre Grenzen dort, wo die expertokratische Legitimation endet, nämlich an den eng zu verstehenden Grenzen des währungspolitischen Mandats. Für Wirtschaftspolitik oder gar für die Ausweitung des rechtlichen Rahmens des ESZB hat die EZB keinerlei Legitimation – weder eine demokratische Legitimation noch eine expertokratische Ersatzlegitimation.

Das EAPP verletzt somit auch die Verfassungsidentität auf europäischer Ebene, weil die Organisationsstruktur der EZB insoweit nicht demokratischen Grundsätzen im Sinne von Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG entspricht.

## IX. Die Grundgesetzwidrigkeit der Mitwirkung befangener EZB-Organmitglieder

### 1. Die Besorgnis der Befangenheit Draghis und das Fehlen spezifischer Befangenheitsregeln

In dem beigelegten Rechtsgutachten<sup>400</sup>, das als Ganzes Bestandteil der Begründung der vorliegenden Verfassungsbeschwerde ist, wird dargelegt, dass hinsichtlich des EZB-Präsidenten Mario Draghi die Besorgnis der Befangenheit für Entscheidungen der EZB besteht, welche sich auf die Staatshaushalte Italiens und Griechenlands im Hinblick auf die hohe Verschuldung dieser Staaten auswirken können<sup>401</sup>. Dies gilt insbesondere für das EAPP. Dennoch hat Draghi an den dieses Programm betreffenden Beschlüssen mitgewirkt. In dem Gutachten wird gezeigt, dass dies mit den für die Europäische Union geltenden rechtsstaatlichen Minimalia eines Schutzes gegen die Befangenheit von Amtsträgern unvereinbar ist, dass es keine spezifischen Befangenheitsregeln für Organmitglieder der EZB gibt, aber dass die rechtsstaatlichen Minimalanforderungen an die Unbefangenheit von Amtsträgern als allgemeine Rechtsgrundsätze in der Europäischen Union gelten und auch auf die Organmitglieder der EZB angewendet werden müssen<sup>402</sup>.

<sup>399</sup> Vgl. z.B. *Hans-Georg Dederer*, Die Grenzen des Vorrangs des Unionsrechts – Zur Vereinheitlichung von Grundrechts-, Ultra-vires- und Identitätskontrolle, JZ 2014, S. 313 (315).

<sup>400</sup> *Dietrich Murswiek*, Befangenheit von Organmitgliedern der Europäischen Zentralbank. Rechtsgutachten, April 2015 – **Anlage 2**. – In diesem Gutachten zitierte Dokumente, die der Substantiierung dieser Verfassungsbeschwerde dienen, sind als **Anlagen G 1 - G 18** beigelegt.

<sup>401</sup> **Anlage 2**, A., C., D.II.3.b) (S. 4-9, 16-27, 48-50).

<sup>402</sup> **Anlage 2**, B., D. (S. 10 ff., 27 ff.).

Nach Fertigstellung des beigelegten Rechtsgutachtens im April 2015 hat die EZB folgende neue Verhaltenskodizes veröffentlicht:

- Leitlinie (EU) 2015/855 der Europäischen Zentralbank vom 12. März 2015 über die Festlegung von Grundsätzen eines Ethik-Rahmens für das Eurosystem und zur Aufhebung der Leitlinie EZB/2002/6 über die für die EZB und die nationalen Zentralbanken bei der Durchführung von geldpolitischen Geschäften und Devisengeschäften mit den Währungsreserven der EZB sowie der Verwaltung der Währungsreserven der EZB geltenden Mindeststandards (EZB/2015/11)<sup>403</sup>
- Leitlinie (EU) 2015/856 der Europäischen Zentralbank vom 12. März 2015 über die Festlegung von Grundsätzen eines Ethik-Rahmens für den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism — SSM) (EZB/2015/12)<sup>404</sup>
- Der Ethik-Rahmen der EZB (Dieser Text ersetzt den im Amtsblatt C 40 vom 9. Februar 2011, Seite 13, veröffentlichten Text) (2015/C 204/04)<sup>405</sup>

Aus diesen Vorschriften (die SSM-Leitlinie ist hier ohnehin nicht relevant) ergeben sich im Vergleich zu der im Rechtsgutachten dargestellten Rechtslage keine neuen Gesichtspunkte. Es bleibt auch auf der Basis der neuen Leitlinie und des neuen Ethik-Rahmens dabei, dass nach den geltenden EZB-spezifischen Regeln Mitglieder der EZB-Organen von der Mitwirkung an geldpolitischen Entscheidungen nicht ausgeschlossen sind und auch nicht auf Antrag ausgeschlossen werden können, wenn im Hinblick auf sie die Besorgnis der Befangenheit besteht – zumindest dann, wenn die Befangenheitsgründe aus Umständen resultieren, die das Organmitglied nicht durch eigenes Verhalten oder durch ein vor Amtsantritt liegendes eigenes Verhalten herbeigeführt hat.

Die Leitlinie (EU) 2015/855 gilt zwar auch für die Mitglieder der EZB-Organen (Art. 2 Abs. 3). Sie enthält aber keine unmittelbar geltenden Vorschriften über den Ausschluss befangener Personen, sondern stellt nur allgemeine Grundsätze auf, die von den Zentralbanken des Eurosystems – also den NZBen und der EZB – durch interne Regeln umgesetzt werden müssen. Relevant sind hier die beiden ersten Absätze von Art. 9 der Leitlinie:

#### Artikel 9 Interessenkonflikte

(1) Die Zentralbanken des Eurosystems richten einen Mechanismus zur Vermeidung von Situationen ein, in denen ein für eine Einstellung als Mitarbeiter in Betracht gezogener Bewerber aufgrund einer früheren beruflichen Tätigkeit oder aufgrund privater Beziehungen in einen Interessenkonflikt gerät.

(2) Die Zentralbanken des Eurosystems erlassen interne Regeln, nach denen die Mitglieder ihrer Organen und ihre Mitarbeiter während ihres Dienstverhältnisses jegliche Situationen, die zu Interes-

---

<sup>403</sup> ABl. EU L 135/23 v. 2.6.2015 – **Anlage 15**.

<sup>404</sup> ABl. EU L 135/29 v. 2.6.2015 – **Anlage 16**.

<sup>405</sup> ABl. EU C 204/3 v. 20.6.2015 – **Anlage 17**.

senkonflikten führen könnten, vermeiden und solche Situationen melden müssen. Die Zentralbanken des Eurosystems stellen sicher, dass im Fall der Meldung eines Interessenkonflikts geeignete Maßnahmen zur Vermeidung des Konflikts zur Verfügung stehen, wozu beispielsweise die Entbindung von Pflichten in Bezug auf die betreffende Angelegenheit gehört.

Für die Mitarbeiter der EZB sind diese Grundsätze durch den Ethik-Rahmen konkretisiert worden, für die Mitglieder der EZB-Organen hingegen nur durch die Verhaltenskodizes für die Mitglieder des EZB-Rats und des Direktoriums, für die im Gutachten gezeigt wird, dass sie für die Bestellung neuer Organmitglieder keine Regeln enthalten, die in der früheren beruflichen Tätigkeit wurzelnde Interessenkonflikte ausschließen, und dass es auch keine EZB-spezifischen Regeln gibt, nach denen ein Organmitglied von der Mitwirkung an einer bestimmten Angelegenheit entbunden wird, wenn ein Interessenkonflikt gemeldet wird<sup>406</sup>.

## 2. Die Rechtsstaatswidrigkeit der EZB-Praxis

Die allgemeinen Rechtsgrundsätze des Befangenheitsrechts, nach denen ein Amtsträger, in bezug auf den die begründete Besorgnis der Befangenheit besteht, an diesbezüglichen Angelegenheiten nicht mitwirken darf, sind Ausprägungen des Rechtsstaatsprinzips<sup>407</sup>.

Die EZB verstößt gegen das Rechtsstaatsprinzip, indem sie es unterlässt, ihr internes Recht – Geschäftsordnung und Verhaltenskodizes – so auszugestalten, dass den Anforderungen des Rechtsstaatsprinzips an die Unparteilichkeit der EZB-Organmitglieder in vollem Umfang Rechnung getragen wird. In der Praxis ihrer geldpolitischen Entscheidungen hat die EZB es versäumt, ihren Präsidenten Draghi von der Mitwirkung an Entscheidungen auszuschließen, im Hinblick auf welche er ein persönliches Interesse hat. Dies trifft auf Entscheidungen zu, die Italien und Griechenland betreffen, sofern es um die Beeinflussung der Finanzierungsbedingungen für die Staatshaushalte dieser Staaten durch EZB-Maßnahmen geht. Wie in dem beigefügten Rechtsgutachten gezeigt, bestand die Besorgnis der Befangenheit Draghis für die Staatsanleihenkaufprogramme, die besonders die Krisenstaaten stützen sollten, nämlich das SMP und das OMT-Programm. Es trifft aber auch für das EAPP zu, das zwar für alle Eurostaaten gilt, aber in ganz besonderem Maße denjenigen Staaten zugute kommt, die eine stark überhöhte Staatsverschuldung aufweisen und deshalb auf die Absenkung der Renditen für ihre Staatsanleihen geradezu existentiell angewiesen sind. Dazu gehören Italien und Griechenland mit einer Schuldenquote von 132,1 % beziehungsweise 177,1 % des BIP (Stand: Ende 2014)<sup>408</sup>. Hinzu kommt, dass – wie oben gezeigt – das ABSPP und das PSPP Sonderregelungen enthalten, die Griechenland noch speziell begünstigen.

---

<sup>406</sup> **Anlage 2**, B.II.1., 2. (S. 10-13), C.I.2 (S. 19 ff., insb. S. 22-24).

<sup>407</sup> Rechtsgutachten **Anlage 2**, D.I.2.c) aa), II.2. (S. 37 f., 41 f.).

<sup>408</sup> Laut eurostat, Pressemitteilung 72/2015 v. 21.4.2015, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6796753/2-21042015-AP-DE.pdf/28a7cf93-61e6-4a81-85c7-1a168866e3ba> (abgerufen 20.10.2015).

Draghi konnte bei allen diesen Maßnahmen mitwirken, ohne dass die Organe der EZB seine – auf seiner durch frühere Tätigkeiten begründeten Mitverantwortung für die heutige Situation Italiens und Griechenlands beruhenden – Voreingenommenheit und Parteilichkeit zugunsten dieser Staaten überhaupt nur zum Thema einer Prüfung seiner Mitwirkungsbezugnis machten. Dies zeigt, dass die EZB nicht nur im Einzelfall, sondern generell nicht gewillt ist, den rechtsstaatlichen Befangenheitsgrundsatz<sup>409</sup> zur Anwendung zu bringen. Diese mit den Beschlüssen über das EAPP erneut bestätigte Praxis droht sich gewohnheitsrechtlich zu verfestigen und den auch auf der Ebene der Europäischen Union geltenden allgemeinen Rechtsgrundsatz, dass befangene Amtsträger nicht mitwirken dürfen<sup>410</sup>, zu erodieren.

### 3. Identitätskontrolle und Rechtsstaatsprinzip

Die Identitätskontrolle erstreckt sich nicht nur auf das Demokratieprinzip, sondern auf alle durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützten Verfassungsprinzipien. Diese Prinzipien sind nicht lediglich auf der Ebene der Bundesrepublik Deutschland zu erhalten, sondern müssen bei der Übertragung von Hoheitsrechten auf die Europäische Union auch auf der Ebene der Europäischen Union gewahrt bleiben, soweit sie dort der Sache nach – gegebenenfalls mit den sich aus den Besonderheiten eines Staatenverbundes ergebenden Modifikationen – zur Anwendung kommen können<sup>411</sup>.

Dass die so verstandene Verfassungsidentität auch auf der Ebene der Europäischen Union geschützt werden muss hat das Bundesverfassungsgericht im Lissabon-Urteil ausdrücklich festgestellt. Es hat gesagt, dass die Struktursicherungsklausel des Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG die Übertragung von Hoheitsrechten an die Europäische Union darauf begrenzt, dass diese „in ihren elementaren Strukturen den durch Art. 79 Abs. 3 GG [...] geschützten Kernprinzipien entspricht“<sup>412</sup>, und festgestellt, dass auf Unionsebene eine andere politische Gestaltung erlaubt sei als auf der Ebene der deutschen Verfassungsordnung, aber nur bis zur Grenze der unverfügbaren Verfassungsidentität<sup>413</sup>. Bereits im Maastricht-Urteil hatte das Bundesverfassungsgericht entschieden, dass das Demokratieprinzip eine vom Volk ausgehende Legitimation und Einflussnahme auch innerhalb des europäischen Staatenverbundes verlange und zur Voraussetzung der Mitgliedschaft Deutschlands innerhalb der Europäischen Union mache<sup>414</sup>, und weiter ausgeführt, dass das Demokratieprinzip, soweit es Art.

<sup>409</sup> Also den Grundsatz, dass Amtsträger an solchen Entscheidungen, im Hinblick auf welche die Besorgnis ihrer Befangenheit besteht, nicht mitwirken dürfen-

<sup>410</sup> Dazu Rechtsgutachten **Anlage 2**, D. (S. 27 ff.), insb. II.2.c) (S. 40-48).

<sup>411</sup> Vgl. bereits oben C.VIII.2.

<sup>412</sup> *BVerfGE*, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 261 = *BVerfGE* 123, 267 (363 f.) – Lissabon.

<sup>413</sup> *BVerfGE*, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 219 = *BVerfGE* 123, 267 (344) – Lissabon.

<sup>414</sup> *BVerfGE* 89, 155 (184, auch 182 f.) – Maastricht, allerdings inkonsequent hinsichtlich der subjektivrechtlichen Abstützung, die insoweit verneint wurde, ebd. 179; richtig dann auch insoweit im Lissabon-Urteil, *BVerfGE*, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 177 = *BVerfGE* 123, 267 (331).

79 Abs. 3 GG für unantastbar erklärt, sowohl durch „den Umfang der eingeräumten Aufgaben und Befugnisse“ als auch durch die „Form der Willensbildung“ der Europäischen Union und ihrer Organe verletzt werden kann<sup>415</sup>.

Die Wahrung der Verfassungsidentität auf Unionsebene ist nicht lediglich eine Forderung, die der verfassungsändernde Gesetzgeber 1992 mit dem neuen Art. 23 in das Grundgesetz eingefügt hat, sondern diese Forderung ergibt sich unmittelbar aus Art. 79 Abs. 3 GG. Ich erinnere auch daran, dass das Bundesverfassungsgericht in Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG normierte Anforderungen an die Übertragung von Hoheitsrechten bereits dann als geltendes Recht angesehen hat, als Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG noch gar nicht existierte, sondern die Übertragung von Hoheitsrechten noch auf Art. 24 Abs. 1 GG gestützt wurde<sup>416</sup>. Das Bundesverfassungsgericht rechnete nämlich den rechtsstaatlichen Grundrechtsstandard zur Verfassungsidentität der Bundesrepublik Deutschland und verlangte, dass dieser Standard auch auf der Ebene des europäischen Integrationsverbundes gewahrt bleiben müsse. Art. 23 Abs. 1 GG kodifiziert insofern lediglich die Anforderungen, die sich schon zuvor aus der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ergaben<sup>417</sup>. Was für den Grundrechtsschutz gilt, kann man für das Demokratieprinzip und für die anderen identitätsbestimmenden Verfassungsprinzipien nicht anders sehen.

Dass die Voraussetzungen des Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG bei der Übertragung von Hoheitsrechten gewahrt werden, prüft das Bundesverfassungsgericht im Rahmen der Kontrolle des Zustimmungsgesetzes, wie es das Zustimmungsgesetz auch daraufhin prüft, ob der Vertrag, durch den Hoheitsrechte übertragen werden, zu einer mit Art. 79 Abs. 3 GG unvereinbaren materiellen Änderung des Grundgesetzes führt (Art. 23 Abs. 1 Satz 3 GG). Geprüft wird das Zustimmungsgesetz mit anderen Worten auf die Wahrung der Verfassungsidentität einerseits auf der europäischen, andererseits auf der nationalen Ebene.

Die Identitätskontrolle, wie das Bundesverfassungsgericht sie im Lissabon-Urteil für sich in Anspruch genommen hat, dient dazu, die Verfassungsidentität *nach* Inkrafttreten den Zustimmungsgesetzes und des entsprechenden Unionsvertrages – also im Laufe der Weiterentwicklung der europäischen Integration auf der Grundlage unbestimmter, offener Vertragsbestimmungen und somit ohne Änderungsvertrag – zu gewährleisten. Sie entspricht damit der Ultra-vires-Kontrolle, die dazu dient, im Laufe der dynamischen Weiterentwicklung der Unionsverträge die Grenzen der Zustimmungsgesetze – insbesondere der sich aus ihnen ergebenden begrenzten Einzelermächtigungen – zu wahren und so den vom Volk ausgehenden demokratischen Legitimationszusammenhang aufrechtzuerhalten. Beide Kontrollinstrumente dienen somit der Wahrung des aus Sicht von Art. 79 Abs. 3 GG Unverzichtbaren im Prozess der Weiterentwicklung des Unionsrechts.

Im Lissabon-Urteil hat das Bundesverfassungsgericht die Identitätskontrolle in bezug auf die innerstaatliche Wahrung des unabänderlichen Verfassungskerns akzentuiert, weil der

---

<sup>415</sup> BVerfGE 89, 155 (181) – Maastricht.

<sup>416</sup> Vgl. z.B. BVerfGE 73, 339 (375 f.) – Solange II: Die identitätsbestimmenden Rechtsprinzipien müssten bei Übertragung von Hoheitsrechten auch auf europäischer Ebene gewahrt bleiben.

<sup>417</sup> Vgl. z.B. Rudolf Streinz, in: Sachs (Hg.), Grundgesetz, 7. Aufl. 2014, Art. 23 Rn. 3, 12.



Fall offenbar nur hierzu Anlass bot. Dies heißt aber nicht, dass die Identitätskontrolle nicht auch die genannte europäische Dimension hat. Vielmehr liegt es in der zwingenden Logik der Lissabon-Entscheidung, die Identitätskontrolle auch darauf zu erstrecken, ob Maßnahmen von Unionsorganen dazu führen, dass Grundsätze, die Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG zur Voraussetzung für die Übertragung von Hoheitsrechten macht, beeinträchtigt werden. Dabei geht es nicht um einzelne, mehr oder weniger zufällige Rechtsverstöße, sondern um strukturelle Verletzungen: Eine Identitätsrüge ist begründet, wenn Maßnahmen eines EU-Organs einen Rechtszustand bewirken, den der deutsche Gesetzgeber mit dem Zustimmungsgesetz nicht hätte herbeiführen dürfen, ohne gegen Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG zu verstoßen.

Zu den Prinzipien, welche die Verfassungsidentität ausmachen und welche durch die Identitätskontrolle geschützt werden, gehört das Rechtsstaatsprinzip, das in seinem wesentlichen Gehalt durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützt ist und in Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG ausdrücklich genannt wird.

Dass die EZB das Rechtsstaatsprinzip in erheblicher, strukturell bedeutsamer Weise verletzt, indem sie den rechtsstaatlichen Befangenheitsgrundsatz für EZB-Organmitglieder nicht zur Anwendung bringt, wurde oben (C.IX.2.) gezeigt.

## **X. Untätigkeit der Bundesregierung**

Kraft ihrer Integrationsverantwortung ist die Bundesregierung verpflichtet, gegen evidente und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitungen von EU-Organen und gegen Verletzungen der deutschen Verfassungsidentität durch die EU-Organe vorzugehen (dazu oben C.I.3.). Diese Pflicht hat die Bundesregierung verletzt. Sie hätte die Möglichkeit gehabt, zunächst die EZB aufzufordern, das EAPP sofort einzustellen. Dies wäre kein unerlaubter Eingriff in die Unabhängigkeit der EZB gewesen, denn die Unabhängigkeit ist nur im Rahmen der Kompetenzen garantiert, die der EZB übertragen worden sind. Die Bundesregierung hätte sodann die EZB beim EuGH gemäß Art. 263 Abs. 2 AEUV verklagen können. Sie hat die Klagefrist des Art. 263 Abs. 6 AEUV jedoch verstreichen lassen. Es ist auch nicht ersichtlich, dass sie andere Maßnahmen ergriffen hat, sondern ist völlig untätig geblieben.

Die Integrationsverantwortung besteht nicht nur bezüglich der Wahrung des Demokratieprinzips, sondern auch bezüglich der Wahrung der anderen unabänderlichen Verfassungsprinzipien, die gemäß Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG sinngemäß auf die Ebene der Europäischen Union zu übertragen sind. Dazu gehört das Rechtsstaatsprinzip. Deshalb hätte die Bundesregierung auch tätig werden müssen, um zu erreichen, dass die rechtsstaatlichen Minimalanforderungen an die Unbefangenheit von Amtsträgern auch für die EZB-Organmitglieder durchgesetzt werden. Dies hat die Bundesregierung unterlassen. Sie hat dem Fehlen von EZB-spezifischen Befangenheitsvorschriften für die Organmitglieder der EZB und der Nichtanwendung des allgemeinen Rechtsgrundsatzes, dass befangene Amtsträger bei diesbezüglichen Angelegenheiten nicht mitwirken dürfen, tatenlos zugesehen.

## XI. Verletzung des Grundrechts aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1

Die gerügten Maßnahmen der EZB und das Unterlassen der Bundesregierung, gegen diese Maßnahmen vorzugehen, verletzen den Beschwerdeführer in seinem Grundrecht aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG.

### 1. Maßstäbe

Der materielle Gewährleistungsgehalt des Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG umfasst das Recht jedes wahlberechtigten Staatsbürgers auf Teilhabe an der demokratischen Legitimation der öffentlichen Gewalt und auf Einflussnahme auf deren Ausübung<sup>418</sup>. Der Einzelne hat einen Anspruch darauf, dass die durch Wahlen vermittelte demokratische Legitimation der öffentlichen Gewalt nicht dauerhaft derart gestört wird, dass die Hoheitsgewalt – in einem Teilbereich – nicht mehr im Sinne von Art. 20 Abs. 2 GG vom Volk ausgeht.

Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn durch Verlagerung von Kompetenzen des Bundestages „die durch Wahl bewirkte Legitimation von Staatsgewalt und Einflussnahme auf deren Ausübung“ so entleert wird, „dass das demokratische Prinzip, soweit es Art. 79 Abs. 3 i.V.m. Art. 20 Abs. 1 und 2 GG für unantastbar erklärt, verletzt wird“<sup>419</sup>.

Dies ist weiterhin dann der Fall, wenn ein EU-Organ in strukturell bedeutsamer Weise seine Kompetenzen überschreitet. Denn ausbrechende Rechtsakte – die nicht mehr durch die deutschen Zustimmungsgesetze zu den europäischen Verträgen gedeckt sind – lassen sich nicht mehr auf die Legitimation durch das deutsche Volk zurückführen und verletzen daher das Recht des Bürgers auf Teilhabe an der demokratischen Legitimation der Ausübung von Hoheitsgewalt. Dies hat das Bundesverfassungsgericht bereits im Maastricht-Urteil festgestellt und später bestätigt<sup>420</sup>.

Und dies ist schließlich auch dann der Fall, wenn die Europäische Union ihre Organisation so umgestaltet, dass sie nicht mehr den Anforderungen des Demokratieprinzips genügen, wie sie sich als Mindestanforderungen aus Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG ergeben. Das Bundesverfassungsgericht hat im Lissabon-Urteil formuliert:

<sup>418</sup> BVerfGE 89, 155 (171 f.) – Maastricht.

<sup>419</sup> BVerfGE 89, 155 (172) – Maastricht; BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 175 = BVerfGE 123, 267 (330) – Lissabon; BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 17 = BVerfGE 134, 366 (380) – OMT-Vorlagebeschluss.

<sup>420</sup> BVerfGE 89, 155 (187 f.) – Maastricht; BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 21 = BVerfGE 134, 366 (381) – OMT-Vorlagebeschluss.

»Die Wahlberechtigten können verfassungsrechtlich relevante Defizite der demokratischen Legitimation der Europäischen Union aus demselben Recht rügen wie Defizite der durch die europäische Integration im Kompetenzumfang betroffenen innerstaatlichen Demokratie. Die ursprünglich allein innerstaatlich bedeutsame Wechselbezüglichkeit zwischen Art. 38 Abs. 1 Satz 1 und Art. 20 Abs. 1 und Abs. 2 GG erfährt durch die fortschreitende europäische Integration schrittweise eine Erweiterung. Infolge der Übertragung von Hoheitsrechten nach Art. 23 Abs. 1 Satz 2 GG werden Entscheidungen, die den Bürger unmittelbar betreffen, auf die europäische Ebene verlagert. Vor dem Hintergrund des über Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG als subjektives öffentliches Recht rügefähig gemachten Demokratieprinzips kann es aber, wenn Hoheitsrechte auf die Europäische Union übertragen werden, nicht ohne Bedeutung sein, ob die auf europäischer Ebene ausgeübte Hoheitsgewalt auch demokratisch legitimiert ist. Da die Bundesrepublik Deutschland nach Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG nur an einer Europäischen Union mitwirken darf, die demokratischen Grundsätzen verpflichtet ist, muss gerade auch ein legitimatorischer Zusammenhang zwischen den Wahlberechtigten und der europäischen Hoheitsgewalt bestehen, auf den der Bürger nach der ursprünglichen und fortwirkenden verfassungsrechtlichen Konzeption in Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG in Verbindung mit Art. 20 Abs. 1 und Abs. 2 GG einen Anspruch hat.«<sup>421</sup>

Das bezog sich zwar auf die Kontrolle des Zustimmungsgesetzes, muss aber genauso für die Identitätskontrolle gelten.

Ob unter Berufung auf Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG nur die Verletzung des Demokratieprinzips oder auch die Verletzung der anderen in Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG genannten Strukturprinzipien auf Unionsebene gerügt werden kann – zumindest, soweit es sich um Prinzipien handelt, die zum unabänderbaren Verfassungskern des Art. 79 Abs. 3 GG gehören –, bedarf einer erneuten Betrachtung. Nachdem das Bundesverfassungsgericht im Maastricht-Urteil inkonsequenterweise<sup>422</sup> gesagt hatte, die Verletzung der Strukturprinzipien könne nicht mit der Verfassungsbeschwerde gerügt werden, hat es im Lissabon-Urteil die Rüge einer Verletzung des Demokratieprinzips auf Unionsebene für zulässig erachtet<sup>423</sup>, allerdings die Rüge der Verletzung der übrigen Strukturprinzipien für unzulässig erklärt<sup>424</sup>.

Allerdings hat das Bundesverfassungsgericht die Rüge, andere Strukturprinzipien – wie das Rechtsstaatsprinzip und das Gewaltenteilungsprinzip – seien auf Unionsebene verletzt, nicht bedingungslos für unzulässig erachtet, sondern lediglich gesagt, diese Rüge sei unzulässig, wenn der Beschwerdeführer „den notwendigen Zusammenhang zu dem über Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG unmittelbar rügefähigen Demokratieprinzip“ nicht herstelle<sup>425</sup>.

---

<sup>421</sup> BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 177 = BVerfGE 123, 267 (331) – Lissabon.

<sup>422</sup> S.o. bei Fn. 414.

<sup>423</sup> BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 176 f. = BVerfGE 123, 267 (331) – Lissabon.

<sup>424</sup> BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 181, 183 = BVerfGE 123, 267 (332 f.) – Lissabon; die Rüge der Verletzung des Sozialstaatsprinzips soll hiernach unter bestimmten Voraussetzungen zulässig sein (Rn. 181 f.), aber die dort genannten Voraussetzungen beziehen sich auf die Verletzung des Sozialstaatsprinzips auf nationaler Ebene.

<sup>425</sup> BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 182, vgl. auch 183 = BVerfGE 123, 267 (332 f.) – Lissabon.

Wenn nicht die Verletzung eines beliebigen Strukturprinzips des Art. 23 Abs. 1 Satz 1 GG, etwa des Subsidiaritätsprinzips, geltend gemacht wird, sondern die Verletzung eines Strukturprinzips, das durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützt ist, ergibt sich der Zusammenhang zum Demokratieprinzip aber aus dem Umstand, dass der wahlberechtigte Staatsbürger – wie das Bundesverfassungsgericht im Lissabon-Urteil ebenfalls entschieden hat – ein Recht auf Teilhabe an der verfassungsgebenden Gewalt des Volkes hat, dessen Verletzung unter Berufung auf Art. 38 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. Art. 146 GG gerügt werden kann<sup>426</sup>. Daher hat das Bundesverfassungsgericht die Rüge für zulässig erachtet, das Zustimmungsgesetz führe zum Verlust der Staatlichkeit der Bundesrepublik Deutschland. Nichts anderes kann dann konsequenterweise in bezug auf die übrigen Strukturprinzipien des Art. 79 Abs. 3 GG gelten. Denn diese Strukturprinzipien sind dem Zugriff des verfassungsändernden Gesetzgebers entzogen und stehen ausschließlich zur Disposition der verfassungsgebenden Gewalt. Die strukturelle Verletzung der Verfassungsidentität – auf nationaler Ebene wie auf europäischer Ebene, durch das Zustimmungsgesetz zu einem Hoheitsrechte übertragenden Vertrag ebenso wie durch die dynamische Weiterentwicklung der Inhalte des Vertrages – ist immer zugleich eine Verletzung der verfassungsgebenden Gewalt und somit der Rechte des einzelnen Staatsbürgers auf Teilhabe an diesem demokratischen Urrecht des Volkes<sup>427</sup>. Dies hat das Bundesverfassungsgericht im Lissabon-Urteil ganz genauso gesehen<sup>428</sup>. Die oben aufgezeigte systematische Konsequenz aus dieser Erkenntnis stellt den vom Bundesverfassungsgericht geforderten Zusammenhang zwischen Strukturprinzipien und Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG her.

## 2. Verletzung im vorliegenden Fall

Die gerügten Maßnahmen der EZB unterbrechen in evidenter und strukturell bedeutsamer Weise den vom Volke ausgehenden, über Wahlen vermittelten demokratischen Legitimationszusammenhang. Sie sind – wie oben (C.III.-VII.) dargelegt – Ultra-vires-Akte und daher von der demokratischen Legitimation durch das deutsche Staatsvolk abgeschnitten. Sie verletzen deshalb den Beschwerdeführer in seinem Grundrecht aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG.

Oben wurde gezeigt, dass die gerügten Maßnahmen der EZB auch die Haushaltsautonomie des Bundestages verletzen (oben C.VIII.1.), dass die EZB für diese Maßnahmen die nach dem Grundgesetz unerlässliche demokratische Legitimation nicht besitzt (oben C.VIII.2.) und dass sie mit diesen Maßnahmen daher die Verfassungsidentität auf deutscher und auf europäischer Ebene verletzt. Auch hiermit verstößt sie gegen das Grundrecht des Beschwerdeführers aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG.

---

<sup>426</sup> BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 179 f. = BVerfGE 123, 267 (331 f.) – Lissabon.

<sup>427</sup> Dazu eingehend *Dietrich Murswiek*, Art. 38 GG als Grundlage eines Rechts auf Achtung des unabänderlichen Verfassungskerns, JZ 2010, S. 702-708, insb. S. 706.

<sup>428</sup> BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., Rn. 218 = BVerfGE 123, 267 (344) – Lissabon.

Der Beschwerdeführer ist in seinem Grundrecht aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG schließlich auch dadurch verletzt, dass die Bundesregierung gegen die gerügten Maßnahmen der EZB nichts unternommen hat. Wie das Bundesverfassungsgericht bereits entschieden hat, hat der wahlberechtigte Bürger ein aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG resultierendes Recht darauf, dass die Bundesregierung tätig wird, um die Kompetenzordnung wiederherzustellen, wenn diese durch ein EU-Organ verletzt wird<sup>429</sup>. Das muss entsprechend auch für Verletzungen der Verfassungsidentität gelten, und zwar – wie im vorigen Abschnitt gezeigt – nicht nur für Verletzungen des Demokratieprinzips, sondern auch für Verletzungen des Rechtsstaatsprinzips.

---

<sup>429</sup> BVerfG, Beschl. v. 14.1.2014 – 2 BvR 2728/13 u.a. – Rn. 53 = BVerfGE 134, 366 (397) – OMT-Vorlagebeschluss.

## **D. Annahmenvoraussetzungen**

Nach § 93a Abs. 2 BVerfGG ist die Verfassungsbeschwerde zur Entscheidung anzunehmen, soweit sie grundsätzliche Bedeutung hat oder wenn es zur Durchsetzung der Grundrechte angezeigt ist.

### **I. Grundsätzliche Bedeutung**

Die vorliegende Verfassungsbeschwerde hat grundsätzliche Bedeutung. Dies ergibt sich bereits daraus, dass die besonderen Zulässigkeitsvoraussetzungen für eine Ultra-vires-Rüge und für eine Identitätsrüge erfüllt sind. Eine solche Verfassungsbeschwerde ist ja nur zulässig, wenn eine Kompetenzüberschreitung eines EU-Organs geltend gemacht wird, die strukturell bedeutsam ist. Daher hat die Entscheidung der Verfassungsbeschwerde in einem solchen Fall immer über den konkret zu entscheidenden Einzelfall hinausreichende Bedeutung. Und bei der Identitätskontrolle geht es darum, den unantastbaren Verfassungskern nicht nur gegen eine mehr oder weniger zufällige Verletzung in einem Einzelfall, sondern gegen eine Verhaltensweise zu schützen, die ihn dauerhaft zu beeinträchtigen droht.

So verhält es sich auch im vorliegenden Fall. Mit dem EAPP hat die EZB ihre Kompetenzen erneut ausgedehnt und die im AEUV festgelegten Grenzen ihres Mandats in schwerwiegender, evidenter und strukturell bedeutsamer Weise überschritten. Daher hat die Entscheidung dieses Falles eine weit über den Einzelfall hinausweisende Bedeutung. Denn wenn das Vorgehen der EZB verfassungsgerichtlich unbeanstandet bliebe, würde es sich zu einer dauerhaften Kompetenzverschiebung zwischen den Mitgliedstaaten und der Europäischen Union auswachsen. Zugleich verletzt die EZB das Demokratieprinzip in seinem unabänderbaren Kern sowohl hinsichtlich der Budgethoheit des Bundestages als auch hinsichtlich der demokratischen Legitimation der öffentlichen Gewalt auf Unionsebene.

Die Rechtsfragen, um die es hier geht, sind noch nicht vom Bundesverfassungsgericht geklärt. Zwar sind einige wichtige Vorfragen – etwa zu den aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG sich ergebenden Rechten – schon entschieden worden. Einige weitere Fragen sind Gegenstand des noch anhängigen OMT-Verfahrens. Dort steht die endgültige Entscheidung aber noch aus. Vor allem aber ist die Kompetenzanmaßung, um die es im vorliegenden Verfahren geht, ist nicht bereits Gegenstand des OMT-Verfahrens. Das OMT-Staatsanleihenankaufprogramm hat einen sehr viel engeren Anwendungsbereich, sehr viel speziellere Voraussetzungen und ein kleineres Volumen als das PSPP und das EAPP im ganzen. Die EZB hat für das EAPP auch eine ganz andere Rechtfertigung als für das OMT-Programm gegeben, so dass die Frage, ob ein Ultra-vires-Akt vorliegt, hier unter ganz anderen Gesichtspunkten beantwortet werden muss. Auch die Identitätsproblematik stellt sich im vorliegenden Fall anders als im OMT-Verfahren. Insbesondere die Frage, ob die EZB die demokratische Legitimation dafür besitzt, das anzustrebende Inflationsziel festzulegen, ist nicht Gegenstand des OMT-Verfahrens.

## **II. Gebotenheit zur Durchsetzung der Grundrechte**

Im übrigen ist die Annahme der Verfassungsbeschwerde auch zur Durchsetzung der Grundrechte angezeigt.

### **1. Die Verfassungsbeschwerde ist zulässig und begründet (dazu oben B., C.).**

### **2. Gebotenheit zur Durchsetzung des objektiven Verfassungsrechts**

- Die geltend gemachte Grundrechtsverletzung ist besonders schwerwiegend. Das Verhalten der EZB zeugt von einer generellen Bereitschaft, sich über die Grenzen ihres Mandats hinwegzusetzen und sich Kompetenzen anzumaßen, die ihr nicht übertragen worden sind und für die sie nicht die erforderliche demokratische Legitimation besitzt.
- Auch das Verhalten der Bundesregierung ist schwerwiegend, weil die Bundesregierung mit diesem Verhalten zeigt, dass sie generell nicht gewillt ist, ihre Integrationsverantwortung im Verhältnis zur EZB wahrzunehmen.
- Würde die Verfassungsbeschwerde nicht zur Entscheidung angenommen werden, hätte dies zur Folge, dass künftig bei ähnlichen Kompetenzüberschreitungen durch EU-Organe die beschwerdebefugten Bürger von der Erhebung einer Verfassungsbeschwerde Abstand nehmen könnten. Die Nichtannahme der Verfassungsbeschwerde würde die Bürger entmutigen, ihr Recht auf Erhebung einer Ultra-vires-Rüge oder einer Identitätsrüge wahrzunehmen. Dadurch würden die Ultra-vires-Kontrolle und die Identitätskontrolle praktisch in Frage gestellt.

## **E. Zusammenfassung der Ausführungen zur Begründetheit**

### **I. Überschreitung der geldpolitischen Kompetenz durch das erweiterte Ankaufprogramm (EAPP) im ganzen**

1. Mit ihrem EAPP und seinen Teilprogrammen strebt die EZB an, die Inflationsrate zu erhöhen und sie in die Nähe von 2 % zu bringen. Dieses Ziel ist mit dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) unvereinbar. Der Vertrag verpflichtet die EZB auf das Ziel, die Preisstabilität zu wahren. Preisstabilität ist bei 0 % Inflation gegeben. Da es nicht möglich ist, Schwankungen im Preisniveau zu vermeiden, ist es vertretbar, der EZB einen Spielraum von bis zu 2 % zu gewähren, innerhalb dessen sie Inflation toleriert, ohne mit geldpolitischen Maßnahmen einzugreifen. Mit aktiven geldpolitischen Maßnahmen auf eine Inflation nahe bei 2 % hinzuwirken, ist jedoch mit dem Vertrag nicht vereinbar.
2. Dabei geht es nicht um eine belanglose Bagatellinflation. Bei 2 % jährlicher Preissteigerung hat das Geld in zehn Jahren seine Kaufkraft bereits um 21,9 % eingebüßt, und nach 20,5 Jahren hat das Geld seinen Wert bereits zur Hälfte verloren. Die EZB ist nach dem Vertrag verpflichtet, den Geldwert stabil zu halten. Sie hat kein Mandat, darauf hinzuwirken, dass das Geld nach 20 Jahren nur noch die Hälfte wert ist.
3. Wenn der EZB-Rat es für ökonomisch geboten erachtet, statt Preisstabilität – also Abwesenheit von Inflation und Deflation – eine stetige Inflation von annähernd 2 % anzustreben, muss er die EU-Staaten und ihre Parlamente von der Zweckmäßigkeit und Notwendigkeit einer Änderung des zentralen Ziels der Geldpolitik überzeugen. Er hat stattdessen eigenmächtig und rechtswidrig das vertraglich vorgegebene Ziel geändert. Schon aus diesem Grunde überschreitet die EZB mit dem EAPP und seinen Teilprogrammen ihre geldpolitische Kompetenz.

### **II. Überschreitung der geldpolitischen Kompetenz durch das ABS-Ankaufprogramm (ABSPP)**

4. Asset-Backed Securities (ABS) sind Wertpapiere, in denen Kredite gebündelt sind, die von Banken zuvor an Wirtschaftunternehmen (oder an Privatpersonen) vergeben worden sind. Mit dem Ankauf von ABS kauft die EZB den Banken vereinfacht gesagt Kredite ab, entlastet die Banken von den betreffenden Ausfallrisiken und nimmt diese auf ihre eigene Bilanz. Damit hilft sie insbesondere den Problembanken in den Krisenstaaten, die einen hohen Anteil fauler Kredite in ihren Portfolios haben.
5. Auf diese Weise wirkt das ABS-Ankaufprogramm als Bankensubventionsprogramm: Die Banken können ihre Problemkredite an die EZB weitergeben, und zwar zu einem Preis, den kein anderer Käufer ihnen gezahlt hätte. Denn die ABS-Märkte sind eng, und wenn die EZB diese Märkte weitgehend leerkauft, führt dies notwendigerweise zu erheblichen Preissteigerungen. Schon die Ankündigung des Programms hat die Preise erhöht.



6. Gleichzeitig bewirkt das ABS-Ankaufprogramm eine Risikoumverteilung zwischen den Eurostaaten. Das Risiko, Banken, die aufgrund platzender Kredite insolvent zu werden drohen, mit Steuergeldern retten zu müssen, wird durch die ABS-Ankäufe den Krisenstaaten teilweise abgenommen, indem die entsprechenden Kreditausfallrisiken von der EZB übernommen und damit letztlich auf die Gesamtheit der Eurostaaten verlagert werden. Diese Risiken belasten im Umfang des deutschen Kapitalanteils an der EZB in Höhe von rund 26 % den Bundeshaushalt.
7. Die EZB hat weder eine Kompetenz für die Subventionierung oder sonstige Förderung von Banken noch für die Umverteilung von Haushaltsrisiken zwischen den Eurostaaten. Ob Banken mit Hilfsmaßnahmen unter Einsatz von Steuergeldern gerettet oder unterstützt werden sollen und ob und in welcher Weise die Eurostaaten untereinander „solidarische“ Hilfe leisten und für Risiken mithaften, die den Verantwortungsbereich anderer Staaten betreffen, das sind Fragen der Wirtschaftspolitik, die in den Kompetenzbereich der Mitgliedstaaten fallen.
8. Die EZB kann das ABS-Ankaufprogramm nicht auf ihre Kompetenz für die Geldpolitik stützen. Sie behauptet zwar, das Programm diene der Bekämpfung der Deflation und solle die aus ihrer Sicht zu niedrige Inflationsrate wieder in die Nähe von 2 % anheben. Dies sind jedoch nur vorgeschobene Argumente, die das Programm nicht rechtfertigen können. Gegenwärtig gibt es keine Deflation und keine konkrete Deflationsgefahr. Außerdem ist das ABS-Ankaufprogramm kaum geeignet, die Inflationsrate anzuheben. Und der EZB stünden andere Möglichkeiten offen, auf dieses Ziel hinzuwirken.
9. Insbesondere der Umstand, dass die EZB auch ABS aus Griechenland und Zypern ankaufen will, obwohl sie den von der EZB definierten Sicherheitsanforderungen nicht entsprechen, macht deutlich, dass die geldpolitische Zielsetzung nur vorgeschoben ist. Denn zur Deflationsbekämpfung sind Ankäufe aus Griechenland und Zypern offensichtlich völlig unnötig.
10. Eine geldpolitische Rechtfertigung des ABS-Ankaufprogramms ergibt sich auch nicht aus dem Ziel, die geldpolitische Transmission zu verbessern.
11. Auch das von der EZB verfolgte Ziel, auf die bessere Versorgung der Realwirtschaft in den Krisenstaaten mit Krediten hinzuwirken, ist nicht geeignet, das ABS-Ankaufprogramm als vom geldpolitischen Mandat der EZB umfasst auszuweisen.
12. Auch der Wiederaufbau des ABS-Marktes, der nach den katastrophalen Erfahrungen der Finanzkrise zusammengebrochen war, gehört nicht zu den Aufgaben der EZB.
13. Mit dem ABS-Ankaufprogramm überschreitet die EZB nicht nur ihr geldpolitisches Mandat. Sie greift damit zugleich in die wirtschaftspolitische Kompetenz der Mitgliedstaaten ein und verletzt damit das Demokratieprinzip. Denn für eigenständige Wirtschaftspolitik hat sie keine demokratische Legitimation.

### **III. Überschreitung der geldpolitischen Kompetenz durch das QE-Staatsanleihenankaufprogramm (PSPP)**

14. Das der „geldpolitischen Lockerung“ (Quantitative Easing – QE) dienende Staatsanleihenankaufprogramm der EZB (secondary markets public sector asset purchase programme – PSPP) ist vom geldpolitischen Mandat der EZB nicht gedeckt.
15. Derartige Staatsanleihenkaufprogramme sind zwar von den Zentralbanken der USA, Japans und Englands durchgeführt worden. Diese bewegen sich aber in einem völlig anderen rechtlichen Rahmen als die EZB. Sie unterliegen weder dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung noch ist ihre Unabhängigkeit verfassungsrechtlich garantiert.
16. Ein QE-Staatsanleihenankaufprogramm ist eine „unkonventionelle Maßnahme“, die nicht zu den herkömmlichen Instrumenten der Geldpolitik zählt. Ein solches neuartiges Instrument zu erfinden und einzusetzen, lässt sich in den genannten Ländern im Hinblick auf die parlamentarischen Einwirkungsmöglichkeiten noch demokratisch legitimieren. Im Hinblick auf die EZB ist es mangels parlamentarischer Ermächtigung und Kontrolle eine undemokratische Kompetenzanmaßung.
17. Das geldpolitische Mandat der EZB einschließlich des Instrumentariums bedarf einer historisch-konkreten Interpretation, weil nur die Interpretation im Lichte dessen, was die Vertragsstaaten unter Geldpolitik verstanden haben und angesichts der Praxis verstehen konnten und was an Entwicklungsmöglichkeiten somit in ihrem Erwartungshorizont lag, eine mit dem Prinzip der demokratischen Legitimation noch zu vereinbarende hinreichende Inhaltsbestimmung des geldpolitischen Mandats möglich ist.
18. Staatsanleihenankäufe mit dem Zweck und dem Volumen eines QE-Programms sind ein völlig neuartiges Instrument, das nicht zur Praxis der Geldpolitik in der Zeit des Vertragsschlusses gehörte. Niemand wäre damals auf die Idee gekommen, dass mit der Formulierung des Art. 123 Abs. 1 AEUV die EZB zur Durchführung eines derartigen Programms ermächtigt würde. Der Zweck des letzten Halbsatzes dieser Vorschrift, solche Staatsanleihenankäufe weiterhin zu erlauben, die auch herkömmlich im Rahmen der Offenmarktpolitik durchgeführt worden waren, deckt somit ein QE-Staatsanleihenankaufprogramm nicht.
19. Dies ergibt sich auch aus den Wirkungen eines QE-Staatsanleihenankaufprogramms. Zu diesen Wirkungen gehört die Verteilungswirkung: Ein solches Programm macht eine kleine Schicht von Vermögenden noch vermögender, während es die breite Masse der Arbeiter, Angestellten, Beamten oder Freiberufler ärmer macht.
20. Außerdem werden durch das Programm die Risiken der Staatsverschuldung in einem erheblichen Umfang vergemeinschaftet.
21. Das PSPP verstößt gegen den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz. Es ist zur Erreichung eines legitimen geldpolitischen Ziels, insbesondere zur Deflationsprävention, nicht erforderlich.

22. Es ist auch nicht angemessen (also nicht im engeren Sinn verhältnismäßig). Denn die Nachteile des Programms überwiegen die Vorteile eindeutig. Zu den Nachteilen gehören die außerordentlichen Risiken, die die EZB eingeht – nicht nur die Verlustrisiken im Fall von Staateninsolvenzen, sondern auch das geldpolitische Risiko, dass nach Ausweitung der Zentralbankgeldmenge um ein Drittel die Rückabwicklung misslingen und die Inflation außer Kontrolle geraten könnte.
23. Weitere Nachteile des Programms sind die Gefährdung der Unabhängigkeit der EZB und der Anreiz für die Staaten, sich zum Nulltarif immer weiter zu verschulden; außerdem die Entwertung von Sparvermögen und der Alterssicherung.
24. Das PSPP wirkt sich objektiv als Bankenrettungs- und Bankenförderungsprogramm aus. Insofern ist es ein wirtschaftspolitisches, aber kein geldpolitisches Programm.
25. Falls ein verdeckter Zweck des Programms darin bestehen sollte, „den Euro zu retten“ (Draghi: „The ECB is ready to to whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“), wäre auch das ein wirtschaftspolitischer und nicht ein geldpolitischer Zweck.
26. Im Rahmen des PSPP genießen die sogenannten Programmstaaten (Staaten mit einem Hilfsprogramm vom IWF, von der EFSF oder vom ESM) Sonderkonditionen: Sie müssen nicht die Mindestanforderungen an die Bonität erfüllen, die für die Staatsanleihen anderer Staaten vorgeschrieben sind. Von diesen Staaten kauft die EZB auch Ramschanleihen, sofern der EZB-Rat nicht feststellt, dass sie die Konditionen eines Anpassungsprogramms nicht erfüllen. Diese „Konditionalität“ und die „Parallelität“ mit einem EFSF- oder ESM-Programm hatte das Bundesverfassungsgericht bereits im OMT-Verfahren als Indizien für einen Übergriff der EZB in die wirtschaftspolitische Zuständigkeit der Eurostaaten gewertet.

#### **IV. Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung durch das PSPP**

27. Die Staatsanleihenkäufe im Rahmen des PSPP dienen der Erleichterung der Finanzierungsbedingungen der Eurostaaten. Sie erleichtern ihnen das Schuldenmachen. Finanziert werden die Käufe von der EZB durch frisch gedrucktes Geld. Das ist monetäre Staatsfinanzierung, und die ist nach dem AEUV verboten.
28. Zwar verbietet der Vertrag ausdrücklich nur Staatsanleihenkäufe am Primärmarkt. Käufe am Sekundärmarkt sind jedoch ebenfalls verboten, wenn sie zu Käufen am Primärmarkt „funktional äquivalent“ sind. Dies trifft für die Käufe im Rahmen des PSPP zu, und zwar auch dann, wenn man die sehr engen Kriterien zugrunde legt, die der EuGH in der Rechtssache Gauweiler u.a. formuliert hat.
29. Die Staatsanleihenkäufe der EZB konterkarieren auch den Zweck des Verbots der monetären Staatsfinanzierung, die Haushaltsdisziplin der Eurostaaten zu fördern. Indem sie das Zinsniveau heruntermanipulieren, erzeugen sie den *moral hazard*, Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung und zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit zu unterlassen und stattdessen die Staatsverschuldung auszuweiten.

30. Ein solcher Fehlanreiz ist in ganz besonderem Maße dann gegeben, wenn sich die Eurostaaten aufgrund der Marktinterventionen der EZB zum Nulltarif verschulden oder gar mit neuen Schulden – wegen negativer Renditen – Gewinne machen können.
31. Da die Staaten die geringen Zinsen, die sie für die von der EZB oder von den nationalen Zentralbanken gehaltenen Staatsanleihen zahlen müssen, über Gewinnausschüttungen größtenteils zurückerstattet bekommen, finanziert die EZB den Staaten sogar noch ihre Finanzierungskosten.
32. Zusätzliche Gesichtspunkte, die dafür sprechen, dass das PSPP der monetären Staatsfinanzierung dient, sind das Einverständnis der EZB mit einem Schuldenschnitt aufgrund von Collective Action Clauses, das Halten eines großen Teils der Anleihen bis zur Endfälligkeit sowie der Ankauf von Anleihen mit erhöhtem Risiko – alles Gesichtspunkte, die das Bundesverfassungsgericht in seinem OMT-Vorlagebeschluss als Indizien für monetäre Staatsfinanzierung angesehen hatte und die auch für das PSPP zutreffen.
33. Ein Sonderfall im Rahmen des PSPP sind Staaten mit einem Hilfsprogramm des IWF, der EFSF oder des ESM. Deren Staatsanleihen werden vom ESZB auch dann gekauft, wenn sie nicht die Mindestbonität aufweisen, die für den Ankauf der Anleihen anderer Staaten vorgeschrieben ist. Für die Käufe solcher Ramschanleihen gibt es aber keinen geldpolitischen Zweck. Sie sind nur damit motiviert, die Finanzierung der betreffenden Staaten zu erleichtern und müssen deshalb auch dann als monetäre Staatsfinanzierung qualifiziert werden, wenn man diese Bewertung für die Anleihenkäufe anderer Staaten entgegen der hier vertretenen Auffassung verneinen wollte.
34. Dass das QE-Staatsanleihenankaufprogramm gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstößt, lässt sich nicht mit dem Hinweis auf entsprechende Programme in den USA, in Großbritannien und in Japan widerlegen. Denn in jenen Ländern ist die monetäre Haushaltsfinanzierung nicht verboten.

#### **V. Das EAPP und seine Teilprogramme als grundgesetzwidrige Ultra-vires-Akte – die Honeywell-Kriterien**

35. Das EAPP und insbesondere seine Teilprogramme ABSPP und PSPP sind von der geldpolitischen Ermächtigung des AEUV nicht gedeckte Ultra-vires-Akte. Daher fehlt diesen Programmen die demokratische Legitimation des deutschen Gesetzgebers. Sie verstoßen somit gegen das Demokratieprinzip des Grundgesetzes.
36. Die Kompetenzüberschreitung ist auch evident und von struktureller Bedeutung, wie das Bundesverfassungsgericht dies als Voraussetzung für die Feststellung eines Ultra-vires-Akts fordert.

#### **VI. Das ABSPP und das PSPP verletzen die Verfassungsidentität**

37. Außerdem verletzen das ABSPP und das PSPP die Haushaltsautonomie des Bundestages und verstößt auch unter diesem Aspekt gegen das Demokratieprinzip. Denn diese Staatsanleihenkaufprogramme belasten den Bundeshaushalt ohne vorherige konstituti-

ve Zustimmung des Bundestages mit Verlustrisiken in Höhe von mehreren hundert Milliarden Euro.

38. Der Umstand, dass nur für 20 % des Ankaufvolumens des PSPP das Prinzip des geteilten Risikos gelten soll, während für 80 % die nationalen Zentralbanken die Risiken der von ihnen gekauften Anleihen ihres eigenen Staates selbst tragen, ändert nichts an diesem rechtlichen Befund. Denn zum einen werden immerhin 20 % der im Rahmen des PSPP angekauften Anleihen der ökonomischen Wirkung nach unmittelbar in – verfassungsrechtlich verbotene – „Eurobonds“ umgewandelt. Die Begrenzung der Vergemeinschaftung der Verlustrisiken auf 20 % der gekauften Anleihen gilt im übrigen nicht für die übrigen Teile des gesamten QE-Ankaufprogramms, des EAPP: Für das gesamte ABS-Ankaufprogramm (ABSPP) und das Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) gilt ebenfalls Gemeinschaftshaftung, so dass im ganzen wesentlich mehr als 20 % der Risiken des gesamten Ankaufvolumens von 1,14 Billionen Euro gemeinschaftlich getragen werden. Und zum anderen steht die Risikotragung der nationalen Zentralbanken für die übrigen 80 % der im Rahmen des PSPP gekauften Anleihen zunächst nur auf dem Papier. Wenn es ernst wird, werden auch die hier entstehenden Verluste umverteilt, ohne dass der Bundestag sich dagegen wehren kann – in Wirklichkeit stehen 100 % der angekauften Papiere im gemeinschaftlichen Risiko.

#### **VII. Verletzung des Rechtsstaatsprinzips durch Mitwirkung befangener Organmitglieder an Entscheidungen der EZB**

39. An den Beschlüssen der EZB über das QE-Programm (EAPP) hat EZB-Präsident Draghi mitgewirkt, obwohl Umstände vorliegen, die für ihn die Besorgnis der Befangenheit begründen. Für die EZB gelten keine spezifischen Vorschriften, die die Mitwirkung befangener Organmitglieder ausschließen, und der allgemeine Rechtsgrundsatz, dass Amtsträger bei begründeter Besorgnis der Befangenheit an der betreffenden Angelegenheit nicht mitwirken dürfen, wird von der EZB für ihre Organmitglieder nicht angewendet. Diese Praxis, die die EZB im Falle der Mitwirkung Draghis am EAPP erneut ausübt und verfestigt, ist mit dem Rechtsstaatsprinzip unvereinbar.

#### **VIII. Verfassungsrechtliche Konsequenzen für die Bundesregierung**

40. Die Bundesregierung ist verpflichtet, auf die sofortige Beendigung des EAPP hinzuwirken. Sie hätte die EZB zunächst auffordern können, das EAPP umgehend zu beenden. Wäre diese Aufforderung erfolglos geblieben, hätte die Bundesregierung Klage beim Gerichtshof der Europäischen Union erheben können. Sie ist aber untätig geblieben und hat die Klagefrist verstreichen lassen.
41. Auch dem Fehlen von Befangenheitsvorschriften für die EZB-Organmitglieder und der Praxis der EZB, ihren Präsidenten Draghi trotz Besorgnis der Befangenheit an diesbezüglichen geldpolitischen Entscheidungen mitzuwirken, hat die Bundesregierung tatenlos zugesehen und damit ihre Integrationsverantwortung verletzt.

### **IX. Verletzung des Grundrechts aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1**

42. Die gerügten Maßnahmen der EZB unterbrechen in evidenter und strukturell bedeutender Weise den vom Volke ausgehenden, über Wahlen vermittelten demokratischen Legitimationszusammenhang. Sie verletzen deshalb den Beschwerdeführer in seinem Grundrecht aus Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG. Auch die Bundesregierung verletzt ihn durch ihr Unterlassen in diesem Grundrecht.

(Professor Dr. Dietrich Murswiek)

**Anlagen:**

1. Prozessvollmacht
2. *Dietrich Murswiek*, Befangenheit von Organmitgliedern der Europäischen Zentralbank. Rechtsgutachten, April 2015
3. *Mario Draghi*, President of the ECB, Introductory statement to the press conference, Frankfurt am Main, 4 Sept. 2014
4. a) ECB, Press Release 2 October 2014: ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes  
b) EZB gibt operative Modalitäten der Programme zum Ankauf von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen bekannt
5. a) Technical Annex 1: ECB announces Details of the Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)  
b) Technischer Anhang 1: EZB gibt Einzelheiten des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (ABSPP) bekannt
6. Beschluss (EU) 2015/5 der EZB v. 19.11.2014 über die Umsetzung des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2014/45), ABl. EU L 1/4 v. 6.1.2015
7. Beschluss (EU) 2014/828 der EZB v. 15.10.2014 (EZB/2014/40), ABl. EU L 335/22 v. 22.11.2014
8. a) ECB, Press Release 22 January 2015: ECB announces expanded asset purchase programme  
b) EZB, Pressemitteilung 22. Januar 2015: EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an
9. a) *Mario Draghi*, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 22 January 2015  
b) *Mario Draghi*, Einleitende Bemerkungen [zur Pressekonferenz], Frankfurt am Main, 22. Januar 2015
10. a) Decision (EU) 2015/774 of the ECB of 4 March 2015 on a secondary markets public sector purchase programme (ECB/2015/10), OJEU L121/20  
b) Beschluss (EU) 2015/774 der EZB v. 4.3.2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10), ABl. EU L 121/20 v. 14.5.2015
11. *EZB*, Die Geldpolitik der EZB, 2011, S. 69
12. *Mario Draghi*, President of the ECB, Introductory statement to the press conference, Naples, 2 Oct. 2014
13. [*Mario Draghi*, Präsident der EZB], Pressekonferenz Frankfurt am Main, 6.11.2014, Einleitende Bemerkungen
14. *ECB*, Press release, 30 October 2014, ECB appoints executing asset managers for the ABS Purchase Programme

15. Leitlinie (EU) 2015/855 der Europäischen Zentralbank vom 12. März 2015 über die Festlegung von Grundsätzen eines Ethik-Rahmens für das Eurosystem [...] (EZB/2015/11)
16. Leitlinie (EU) 2015/856 der Europäischen Zentralbank vom 12. März 2015 über die Festlegung von Grundsätzen eines Ethik-Rahmens für den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism — SSM) (EZB/2015/12)
17. Der Ethik-Rahmen der EZB (Dieser Text ersetzt den im Amtsblatt C 40 vom 9. Februar 2011, Seite 13, veröffentlichten Text) (2015/C 204/04)

**Anlagen zum Gutachten (oben Anlage 2):**

- G1 Lebenslauf Mario Draghi, Homepage EZB
- G2 FAZ 17.5.2011 („Unabhängiger Kandidat“)
- G3 Wem dient der Ex-Goldman-Sachs-Banker und EZB-Chef Mario Draghi wirklich?, Vorarlberg online (vol.at) 29.1.2015
- G4 *Beat Balzli*, Unsichtbare Miese. Wie die US-Bank Goldman Sachs der griechischen Regierung bei ihrer Schuldenkosmetik half, Spiegel 6/2010 v. 8.2.2010, S.76
- G5 Italy faces restructured derivatives hit, ft.com 26.6.2013
- G6 Griechenland erschwindelte Euro-Beitritt, FAZ 16.11.2004
- G7 *Günther Lachmann*, Wie die Griechen sich in den Euro schummelten, Welt 12.12.2012
- G8 Goldman helps Greece meet EU targets using large derivatives deal, Risk magazin 15.7.2003
- G9 *Michael Maisch*, Wie Goldman Sachs den Griechen zur Seite sprang, Handelsblatt 24.2.2010
- G10 *Nicholas Dunbar*, The Devil's Derivates, S.247 f.
- G11 Griechenland: Geheimer Deal mit Goldman Sachs löste Euro-Krise aus, Deutsche Mittelstands-Nachrichten 8.3.2012
- G12 EZB, Verhaltenskodex für die Mitglieder des EZB-Rates v. 16.5.2002 (2002/C 123/06)
- G13 Ergänzender Kodex der Ethik-Kriterien für die Mitglieder des Direktoriums der Europäischen Zentralbank v. 29.3.2010 (2010/C 104/03)
- G14 EZB, Abschnitt 0 der Dienstvorschriften der EZB mit dem Ethik-Rahmen (2011/C 40/08)
- G15 Der Europäische Kodex für gute Verwaltungspraxis (Auszug)
- G16 Deutsche Bundesbank, Stellungnahme des Zentralbankrats zur Konvergenzlage in der Europäischen Union im Hinblick auf die Dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion vom 26.3.1998, S. 14, Anlage 5 zu BT-Drs. 13/10250, S. 757 (762, 764)
- G17 BT-Drs. 13/10250, S. 130, Tabelle 4.1.
- G18 BT-Drs. 13/10250, S. 133, Tabelle 4.2.