

zfsö

ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Max Danzmann **3** Die Endlagerinstrumente der Europäischen Zentralbank vor dem Bundesverfassungsgericht und dem Europäischen Gerichtshof
- Dieter Suhr † **12** Brauchen wir eine neue Geldordnung?
23 Stabile Währung durch Haltegebühr auf Geld
- Eckhard Behrens **26** Der Euro-Leitzins ist nicht konjunkturgerecht
- Abdelaali El Maghraoui **28** Grundlagen des islamischen Wirtschaftsdenkens – Eine Einführung
- Edoardo Beretta **41** Dollar, Sucre und die Suche nach einer gerechten Weltwährungsordnung
- Helmut Woll **49** Leopold Kohr – Wachstumskritiker der ersten Stunde
- Hans-Günter Wagner **57** Bioökonomie – Über die Pervertierung eines grünen Paradigmas
69 Berichte – Bücher – Veranstaltung
87 56. Mündener Gespräche in der Reinhardswaldschule in Fuldata

Die Endlagerinstrumente der Europäischen Zentralbank vor dem Bundesverfassungsgericht und dem Europäischen Gerichtshof

Max Danzmann¹

Die Eurorettungspolitik der Regierungen der Euromitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und des IWF hat die Eurozone auch nach Jahren nicht hinreichend finanziell zu stabilisieren vermocht. Die EZB scheint derzeit der einzige Akteur zu sein, der über die zur Finanzstabilisierung der Eurozone erforderlichen Instrumente verfügt. Allerdings werden über die Finanzstabilisierungsprogramme der EZB vor dem BVerfG und dem EuGH Rechtsstreite geführt, weil deren Anwendung zur gemeinschaftlichen Endlagerung von Verlusten und zur Verletzung der (finanziellen) Souveränität der Euromitgliedstaaten führen kann.

1 Die Finanzstabilisierungsprogramme der Europäischen Zentralbank

Nach schwierigen Verhandlungen wurde mit Griechenland ein weiteres Rettungspaket vereinbart, obwohl sich längst gezeigt hat, dass die dauerhafte Refinanzierung des griechischen Fiskus und anderer fiskalisch instabiler Staaten die Eurozone langfristig nicht finanziell stabilisieren kann. Es ist nicht zu erwarten, dass die betroffenen Fiskus die Mittel zur Tilgungs- und Zinsleistung aufbringen können.² Auch werden die betroffenen Völker wahrscheinlich nicht auf Dauer bereit sein, die erheblichen Eingriffe in ihre Souveränität infolge der strikten Finanzierungsbedingungen der Geldgeber hinzunehmen.

Deshalb versucht die EZB zurzeit als mächtigster finanzwirtschaftlicher Akteur, die Eurozone über das Outright Monetary Transactions (OMT)-

Programm³ und das Extended Asset Purchase (EAP)-Programm⁴ finanziell zu stabilisieren.

Die OMT umfassen dabei ein Programm, nach welchem das Eurosystem Staatsanleihen von einzelnen Euromitgliedstaaten (Selektivität) auf Sekundärmärkten unter Akzeptanz der eigenen Gleichbehandlung mit sonstigen Gläubigern und unter Neutralisierung der dadurch bedingten Liquiditätseffekte erwirbt, falls die begünstigten Staaten jeweils an den parallel laufenden Programmen der EFSF und des ESM (Parallelität) teilnehmen und deren Bedingungen erfüllen (Konditionalität). Dieses Programm ist Gegenstand einer (im Folgenden näher betrachteten) gerichtlichen Auseinandersetzung vor dem BVerfG und dem EuGH, wurde aber bislang noch nicht angewendet und mittlerweile vom EAP-Programm abgelöst.

Beim EAP-Programm hingegen entfallen die Selektivität, die Konditionalität, die Parallelität und die Liquiditätsneutralisierung des OMT-Programms. Im Wege des EAP-Programms erwirbt das ESZB von März 2015 bis mindestens September 2016 Wertpapiere des privaten und öffentlichen Sektors in Höhe von monatlich sechzig Milliarden Euro, wobei wiederum Staatsanleihen im Vordergrund stehen. Dadurch kommt es zu einer erheblichen Ausweitung der Geldmenge (Quantitative Easing) und es werden Umverteilungseffekte und Fehlanreize zwischen den Euromitgliedstaaten bewirkt.

2 Die Zentralbankbilanzen als Endlager für Verluste

Das OMT-Programm und das EAP-Programm

legen es nahe, von einer Endlagerung durch das ESZB zu sprechen. Bei einer solchen Endlagerung werden finanziell destabilisierende Vermögenswerte in die Bilanzen des ESZB aufgenommen, um Verluste, die aus Abschreibungen auf diese Vermögenswerte resultieren, dauerhaft in den Zentralbankbilanzen zu belassen. Abstrakt betrachtet, werden durch die Endlagerung finanzielle Instabilitäten aus dem Finanzmarkt im Wege quantitativer Lockerungen (Quantitative Easing) herausgelöst. Das ESZB und damit auch die EZB würden im Falle solcher Verlustabschreibungen die Funktion einer Bad Bank übernehmen.⁵

Die EZB könnte ihre Bilanz als Endlager nutzen, weil endgelagerte Verluste für die EZB keine existentiellen Gefahren darstellen und grundsätzlich nur bilanzielle Konsequenzen haben. Eine negative Eigenkapitalposition hat keine existentiellen Folgen für die EZB, weil die EZB grundsätzlich nicht insolvenzfähig ist und sie faktisch auch ihre Zahlungsfähigkeit wegen ihrer unbeschränkten Geldschöpfungskapazität nicht verlieren kann.

Bei den OMT- und EAP-Programmen erwirbt die EZB Vermögenswerte (vornehmlich Staatsanleihen), die das Finanzsystem destabilisieren, zu Preisen, welche die (gegenwärtigen) (Markt-) Werte übersteigen, damit die begünstigten Verkäufer keine die Finanzstabilität gefährdenden Verlustabschreibungen vornehmen müssen und damit – im Falle von Staatsanleihekäufen – den begünstigten Fiskalen auch weiterhin eine Finanzierung über den Finanzmarkt ermöglicht wird.⁶ Durch die überhöhte Kaufpreiszahlung mit zu diesem Zweck generiertem Zentralbankgeld wird das Finanzstabilitätsrisiko vom Verkäufer auf die EZB übertragen.

Der Einsatz der Endlagerinstrumente durch die EZB könnte erforderlich sein, um die (Zusammensetzung der) Europäischen Währungsunion (EWU) trotz ihrer finanziell instabilen Verfassung aufrechtzuerhalten. Die EZB könnte durch die Endlagerung in weitem Umfang als Garant der Finanzstabilität fungieren. Jedoch bewirkt die Endlagerung Umverteilungseffekte, Fehlanreize und Inflationsgefahren, die vor dem Hintergrund der Unabhängigkeit der EZB eine Mandatsabgrenzung erforderlich machen.⁷

3 Die Endlagerung als finanzstabilitätspolitisches Instrument

Für die Prüfung der Zulässigkeit der Endlagerung durch die EZB ist es maßgeblich, welchem Politikbereich die Endlagerinstrumente zuzuordnen sind, weil der EZB nach Art. 119 AEUV eine umfassende Kompetenz nur für die Geldpolitik zusteht. Die Endlagerung finanziell destabilisierender Verluste berührt die Belange mehrerer Politikbereiche: insbesondere der Geldpolitik, der Fiskalpolitik und der Finanzstabilitätspolitik. Dabei ist die Finanzstabilitätspolitik ein erst seit kurzem eigenständig wahrgenommener Wirtschaftspolitikbereich, weshalb finanzstabilitätspolitische Verantwortlichkeiten noch durch den Gesetzgeber zu regeln sind.

Die Endlagerinstrumente werden von der EZB für die Geldpolitik reklamiert, wofür spricht, dass die Instrumente in der Hand der Zentralbank als dem wesentlichen geldpolitischen Akteur liegen. Außerdem steuert die EZB über Käufe von Schuld- und Eigentumstiteln die Geldmenge als einen wesentlichen geldpolitischen Parameter. Jedoch könnten die Endlagerinstrumente auch der Fiskalpolitik zugeordnet werden, wenn über Staatsanleihekäufe die Refinanzierungsbedingungen des Fiskus am Kapitalmarkt beeinflusst werden. Andererseits hat die Auflösung monetärer und fiskalischer Instabilitäten im Wege der Endlagerung insofern finanzstabilitätspolitischen Charakter, als monetäre und fiskalische Instabilitäten auch Finanzinstabilitäten darstellen.

Die Zuordnung zu einem der genannten Politikbereiche sollte nach ihrem Bedeutungsgehalt erfolgen. Wenn eine Maßnahme grundsätzliche Bedeutung für die Finanzstabilität insgesamt aufweist, dann reicht ihr Bedeutungsgehalt über das spezifisch Geldpolitische oder das spezifisch Fiskalpolitische hinaus, auch wenn die Geldpolitik oder die Fiskalpolitik ebenfalls betroffen sind, so dass sie primär der Finanzstabilitätspolitik zuzuordnen ist. Dieser grundsätzliche Bedeutungsgehalt wird über das Ausmaß der Gefahr für die Finanzstabilität infolge desjenigen Zustands bestimmt, gegen den sich die Endlagerung richtet. Die Endlagerung erfolgt

demnach primär finanzstabilitätspolitisch, wenn der Zustand, dem durch die Endlagerung abgeholfen werden soll, einen hohen Gefahrengrad für die Finanzstabilität aufweist.

Die Endlagerinstrumente sind in der Regel der Finanzstabilitätspolitik zuzuordnen, weil sie als quantitative Lockerung aufgrund des Preisstabilitätsgrundsatzes regelmäßig nur ultima ratio angewendet werden. Darüber hinaus wird die finanzstabilitätspolitische Natur einer Endlagermaßnahme indiziert, wenn (i) große Volumina von Verlusten endgelagert werden, (ii) die Maßnahme gegenüber vielen Adressaten ergeht, (iii) sie über einen langen Zeitraum angewendet wird, (iv) sie gegenüber den Begünstigten mit fiskal- oder finanzstabilitätspolitischen Bedingungen oder Auflagen verbunden wird und (v) sie sich gegen einen Zustand richtet, der gleichzeitig die Annahme monetärer, fiskalischer und sonstiger finanzieller Instabilitäten begründet.⁸

4 Gerichtsentscheidungen zu Endlagerinstrumenten

Das BVerfG und der EuGH haben im Rahmen des OMT-Verfahrens zwar nicht begrifflich, aber inhaltlich die faktische Möglichkeit der EZB zur Endlagerung rechtlich geprüft, weil es sich bei den OMT um ein Programm zum Erwerb von das Finanzsystem destabilisierenden Staatsschuldpapieren und Ausfallrisiken in erheblichem Umfang und damit um Maßnahmen zur Übernahme finanziell destabilisierender Verluste durch das Eurosystem (Endlager) handelt.

4.1 Vorlagebeschluss des Bundesverfassungsgerichts

Das BVerfG hat im Rahmen seines Vorlagebeschlusses Unionsrecht interpretiert und erhebliche Zweifel an der Vereinbarkeit der OMT mit dem EZB-Mandat und dem Verbot monetärer Staatsfinanzierung geäußert. Es hat indes eine verbindliche Auslegung des Unionsrechts dem EuGH im Wege eines Vorabentscheidungsverfahrens überlassen, was ein Novum in der deutschen Verfassungsrechtsprechung darstellt. In einem ausführlich begründeten Vorlagebeschluss

hat das BVerfG den OMT-Beschluss vorbehaltlich einer restriktiven Auslegung durch den EuGH für einen Akt *ultra vires* gehalten.⁹

4.2 Vorabentscheidung des Europäischen Gerichtshofs

Der EuGH hat daraufhin auf Grundlage der Vorlagefragen des BVerfG entschieden, dass der Beschluss des Rates der EZB über die OMT vom 6. September 2012 nicht die Grenzen des geldpolitischen Mandats der EZB überschreitet und nicht gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung verstößt. Damit hat der EuGH grundsätzlich auch die Endlagerung von Verlusten durch die EZB gebilligt.

a. Das Mandat der Europäischen Zentralbank

Der EuGH hat zunächst (die Selbstverständlichkeit) ausdrücklich festgehalten, dass er dazu berufen ist, die rechtlichen Grenzen des Mandats der EZB zu überprüfen, welches ausdrücklich auf die Währungspolitik (Geldpolitik) beschränkt ist.¹⁰ Zur Abgrenzung der Währungspolitik von der „allgemeinen Wirtschaftspolitik“ im Rahmen des Art. 119 Abs. 1 AEUV bemüht der EuGH vornehmlich das nach Art. 127 Abs. 1 S.1 AEUV primäre Ziel der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, sowie das in Art. 119 Abs. 2 AEUV verankerte Ziel der Einheitlichkeit der Geldpolitik.¹¹

Zur Verfolgung des Preisstabilitätsziels ist die EZB auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus angewiesen, weshalb nach Auffassung des EuGH (alle) Maßnahmen zur Erhaltung des Transmissionsmechanismus (generell) durch das Preisstabilitätsziel und damit geldpolitisch gerechtfertigt werden können.¹² Jedoch ist nicht jeder Beitrag zur Preisstabilität allein deshalb geldpolitisch, weil die Preisstabilität das zentrale geldpolitische Ziel darstellt¹³; denn jedes ökonomische Handeln hat (zumindest mittelbar) Einfluss auf das Preisniveau. Beispielsweise haben fiskalische Instabilitäten regelmäßig Störungen des Transmissionsmechanismus zur Folge, weil fiskalische Instabilitäten wegen des konnexen Verhältnisses zwischen Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik häufig mit finanziellen Instabilitäten privater Finanzwirtschaftsakteure

einhergehen.¹⁴ Die Funktionsfähigkeit des Transmissionsmechanismus ist somit auch abhängig von finanziellen Instabilitäten, deren Ursachen (zunächst) nichts mit dem Geldsystem zu tun haben und sich erst im weiteren Verlauf einer Störung auch auf Banken wegen ihrer zentralen Stellung im Finanzsystem (negativ) auswirken. Die (mittelbare) Betroffenheit der Zentralbank gibt ihr nicht das Recht, in die Politikbereiche anderer Akteure überzugreifen. Sonst würde es der Zentralbank überantwortet, für die Finanzierung des Fiskus zu sorgen, nur weil sich fiskalische Instabilitäten auch auf die Banken und damit schließlich auf den Transmissionsmechanismus auswirken können.

Auch das Ziel der Einheitlichkeit der Geldpolitik macht es der EZB nicht zur Aufgabe, Maßnahmen zu ergreifen, um die Zusammensetzung der Eurozone zu gewährleisten. Bei der Zusammensetzung einer geldpolitischen Gemeinschaft handelt es sich auch um eine geldpolitische Frage, gerade weil die Zusammensetzung einer Währungsunion ohne die Möglichkeiten zur Währungsabwertung und zur monetären Staatsfinanzierung möglicherweise faktisch nur durch die Endlagerinstrumente gesichert werden kann, denn eine Fiskalkrise kann bei fiskalischen Instabilitäten sonst nur durch den Austritt aus der Währungsunion verhindert werden.¹⁵ Aber das Primärrecht der EU weist die Kompetenz zur Entscheidung über die Zusammensetzung der Eurozone nicht der EZB, sondern explizit dem Rat, der Kommission, dem Europaparlament und den Mitgliedstaaten zu. Der EZB kommt gemäß Art. 139 und 140 Abs. 3 AEUV nur für den Fall des Beitritts eines Staats zur Eurozone ein Recht zur Anhörung zu.¹⁶

Als weiteres Kriterium des währungspolitischen (geldpolitischen) Mandats stellt der EuGH auf die Mittel ab. Insoweit erklärt der EuGH Staatsanleihekäufe auf Sekundärmärkten wegen Art. 18 Abs. 1 ESZB-Satzung zu einem grundsätzlich zulässigen geldpolitischen Mittel.¹⁷ Dabei sei die Selektivität des OMT unerheblich, weil der AEUV nicht vorschreibe, dass das ESZB durch allgemeine Maßnahmen auf den Finanzmärkten zu intervenieren habe.¹⁸ Der EuGH nimmt aber nicht dazu Stellung, dass es ein Indiz für den

über das Geldpolitische hinausgehenden Gehalt der OMT ist, dass die Selektivität der Staatsanleihekäufe nur die Zinsaufschläge einzelner Staaten rückführen soll, obwohl die geldpolitischen Instrumente des Eurosystems – vor allem die Leitzins- und Mindestreservesätze – sonst nicht nach den Erfordernissen der teilnehmenden Volkswirtschaften differenziert werden. Auf diese Weise werden Zinsunterschiede eingeebnet, was diejenigen Volkswirtschaften und Fischen benachteiligt, die sich aufgrund fiskalischer Stabilität und allgemeiner Finanzstabilität eine bessere Wettbewerbsposition erwirtschaftet haben.¹⁹ Eingriffe in die fiskalischen und gesamtwirtschaftlichen Wettbewerbspositionen gehen über das Geldpolitische hinaus und haben allgemein wirtschaftspolitischen (finanzstabilitätspolitischen) Charakter; zumal die gemeinsame Geldpolitik schon wegen des Diskriminierungsverbots des Art. 3 EUV und den Grundsätzen des freien Wettbewerbs und des offenen Binnenmarktes nicht zwischen den Mitgliedstaaten des gemeinsamen Währungsraumes unterscheiden darf.²⁰

Außerdem spricht einiges dafür, dass die EZB durch die Verknüpfung der Staatsanleihekäufe mit den Anpassungsprogrammen (Konditionalität) primär allgemeine Wirtschaftspolitik (Finanzstabilitätspolitik) betreibt, weil sowohl EFSF als auch ESM (auch nach Ansicht des EuGH²¹) keine Geldpolitik betreiben.²² Die EZB müsste die Staatsanleihekäufe, wenn sie die Zusammensetzung der Eurozone gewährleisten will, faktisch auch dann vornehmen, wenn der begünstigte Staat die Anpassungsprogramme nicht einhält, weil bei deren Nichterfüllung die Zinszuschläge am Markt noch größer würden.²³

Überdies müssen die OMT verhältnismäßig sein, dürfen also nur in einem Umfang durchgeführt werden, soweit sie zur Verwirklichung der Preisstabilität geeignet, erforderlich und angemessen sind. Diese Beschränkung wird durch den EuGH stark relativiert, weil er nicht etwa materielle Grenzwerte vorgibt, sondern der EZB wegen der technischen Natur der OMT und der Erforderlichkeit von komplexen Beurteilungen und Prognosen ein weites Ermessen einräumt.²⁴

Bei der Prüfung der Geeignetheit stellt der EuGH darauf ab, dass durch die OMT „überhöhte

Risikoaufschläge“ vermieden werden.²⁵ Durch die Annahme übermäßiger Risikoaufschläge verstößt der EuGH entweder gegen den Marktgrundsatz des Art. 3 Abs. 3 EUV oder er geht von Marktversagen (beispielsweise durch Spekulation) aus. Die Annahme eines Marktversagens ist jedoch nicht mit der Grundstruktur der EWU vereinbar. Die EWU wurde gemäß der *no bail out*-Klausel des Art. 125 Abs. 1 AEUV unter der Prämisse der fiskalischen Eigenverantwortlichkeit konzipiert, weshalb die Marktteilnehmer dem betroffenen Fiskus im Falle fiskalischer Instabilitäten entweder überhaupt nicht mehr oder nur noch gegen höhere Zinszahlungen Kredite gewähren. Somit sind die Zinsbestandteile nicht übermäßig oder ungerechtfertigt, sondern in der Verfassung der EWU angelegt. Zudem lassen sich Risikoaufschläge nicht in einen gerechtfertigten und einen übermäßigen Teil trennen.²⁶ Vielmehr „lässt sich im Ergebnis jede Interpretation und damit einhergehende Handlungsempfehlung durch entsprechende Annahmen begründen“, wenn einzelne Risikokomponenten und Zinsbestandteile nicht zweifelsfrei quantifiziert, eindeutig zugeordnet und interpretiert werden können.²⁷

Bei der Prüfung der Erforderlichkeit stellt der EuGH darauf ab, dass die OMT auf Staatsanleihen mit ein- bis dreijähriger Laufzeit und auf Mitgliedstaaten, die an einem Anpassungsprogramm von EFSF oder ESM teilnehmen und erneut Zugang zum Finanzmarkt bekommen haben, beschränkt sind.²⁸ Dabei bleibt unklar, ob ein Mitgliedstaat Marktzugang hat, wenn er nur Kredit bekommt, weil die Kreditgeber auf die Möglichkeit des Weiterverkaufs an die EZB spekulieren. Auch kann der Marktzugang nur dadurch zustande kommen, dass der Fiskus Zinsen mit Risikoaufschlägen zahlt, die von EZB und EuGH als „überhöht“ eingestuft werden. Möglicherweise könnte also der Zugang nur zu einem Markt bestehen, der nach Einschätzung von EZB und EuGH versagt. Ferner ist die Beschränkung auf Papiere mit ein- bis dreijähriger Laufzeit kaum dazu imstande, das Volumen zu beschränken, weil die Laufzeit von Staatsanleihen instabiler Fiskalen üblicherweise im kurzfristigen Bereich bleibt, so dass ein großer Anteil der Schuldpapiere dieser Staaten in die Bilanzen des ESZB

gelangen würde. Dadurch würde das ESZB zum Hauptgläubiger dieser Staaten; dies ist ein Umstand der mit dem Grundsatz fiskalischer Eigenverantwortlichkeit des Art. 125 Abs. 1 AEUV und mit dem ursprünglich vereinbarten Verhältnis von Fiskalpolitik und vergemeinschafteter Geldpolitik nicht zu vereinbaren sein dürfte.

Es bleibt festzuhalten, dass die OMT als Endlagerinstrumente – wie in Abschnitt 3 erörtert – primär nicht geldpolitischer, sondern finanzstabilitätspolitischer Natur und damit der „allgemeinen Wirtschaftspolitik“ zuzuordnen sind²⁹. Die „allgemeine Wirtschaftspolitik“ ist grundsätzlich – mit Ausnahme von ausdrücklichen Ermächtigungen zugunsten der EU – Sache der Mitgliedstaaten, wobei die EU insoweit gemäß Art. 119 Abs. 1 AEUV auf eine koordinierende Funktion beschränkt ist³⁰ und der vergemeinschafteten Geldpolitik gemäß Art. 119 Abs. 2 AEUV nur eine unterstützende Rolle zugewiesen wurde. Gemäß dem Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung der Art. 4 Abs. 1 und 5 Abs. 1 und 2 EUV sind daher die Mitgliedstaaten und nicht die EU für die Finanzstabilitätspolitik zuständig.

Die Zuständigkeit des ESZB für die Finanzstabilitätspolitik wird zudem durch Art. 127 Abs. 5 AEUV explizit geregelt. Aus der Aufgabe des ESZB nach Art. 127 Abs. 5 AEUV, einen Beitrag zur Finanzstabilität zu leisten, kann aber kein eigenständiges finanzstabilitätspolitisches Mandat abgeleitet werden; zumal die Norm nicht das ESZB, sondern explizit andere „Behörden“ als „zuständig“ bezeichnet. Mit einem solchen Beitrag kann keinesfalls die Überantwortung der Endlagerung finanziell destabilisierender Verluste als das wirksamste Instrument der Finanzstabilitätspolitik gemeint sein, weil dadurch eine umfassende Kompetenz begründet würde und nicht nur eine Mitwirkung an einer mitgliedstaatlichen Finanzstabilisierung.³¹ Erschwerend kommt hinzu, dass die EZB über die OMT nach eigenem Ermessen entscheiden will.³² Zwar setzt die in Art. 130 S. 1 AEUV verankerte Unabhängigkeit der EZB eigenständige wirtschaftspolitische Bewertungen ihrer Hilfsmaßnahmen voraus, aber bei Inanspruchnahme eigenen Ermessens gibt die EZB ihre Unterstützungsfunktion auf und wird zur eigenstän-

digen finanzstabilitätspolitischen Gestaltungsinstanz.³³

Es besteht generell die Gefahr, dass die Macht der EZB über die Endlagerinstrumente durch die Berufung der EZB auf ihre Unabhängigkeit faktisch von der Kontrolle anderer staatlicher Stellen abgeschottet wird. Die Endlagerinstrumente sind der Zentralbankunabhängigkeit nie überantwortet worden und können ihr wegen ihrer grundsätzlichen Bedeutung für die Verteilung der wirtschaftlichen Ressourcen und der Wirtschaftsleistung unter Demokratiegesichtspunkten auch nicht überantwortet werden. Vielmehr müssen Entscheidungen der Zentralbank über Endlagermaßnahmen der parlamentarischen Kontrolle unterworfen werden. Durch die faktische Macht der EZB über die Endlagerinstrumente infolge ihrer Verfügungsgewalt über die Geldschöpfung und ihre Bilanz hat sich das innerstaatliche Kompetenzgefüge weg von der Legislative hin zur Exekutive (Monetative) verschoben. Die Zentralbank entscheidet ohne hinreichende demokratische Legitimation über verteilungsrelevante Fragen, mithin über Grundzüge der (Finanz-)Wirtschaftsordnung, ohne dass der Gesetzgeber (ausreichend) Vorgaben gemacht hat.

b. Das Verbot monetärer Staatsfinanzierung

Der EuGH stellt in seinem Urteil zudem fest, dass Art. 123 AEUV „jede finanzielle Unterstützung des ESZB zugunsten eines Mitgliedstaats“ „verbietet“, ohne grundsätzlich Sekundärmarktkäufe von Staatsschuldpapieren auf Grundlage von Art. 18 Abs. 1 ESZB-Satzung auszuschließen. Jedoch darf das ESZB keine Sekundärmarktkäufe vornehmen, wenn diese „die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb von Staatsanleihen“ haben und dadurch die Wirksamkeit des Verbots monetärer Staatsfinanzierung und dessen Zweck fiskalischer Stabilität „in Frage stellen“. ³⁴

Aus diesem Grund muss das OMT-Programm nach Ansicht des EuGH Bedingungen erfüllen, die verhindern, dass Primärerwerber von Staatsanleihen die Gewissheit haben, ihre Anleihen an das ESZB weiterveräußern zu können, um dadurch „faktisch als Mittelspersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb“ zu fungieren.³⁵ Dabei stellt sich der EuGH aber mit den von der

EZB völlig offen formulierten Durchführungsparametern der OMT zufrieden. Insbesondere reicht dem EuGH die bloße Absicht der EZB aus, eine nicht näher konkretisierte Mindestfrist zwischen Primär- und Sekundärerwerb einzuhalten und weder die Durchführung noch das Volumen der OMT anzukündigen.³⁶ Der EuGH erkennt zwar grundsätzlich den Einfluss der OMT auf den Primärmarkt, rechtfertigt diesen aber in zirkelschlüssiger Weise damit, dass diese Wirkung den grundsätzlich nach Art. 18 Abs. 1 AEUV zulässigen Sekundärmarktkäufen „inhärent“ sei und zudem „unerlässlich“ sei, um Sekundärmarktkäufe „im Rahmen der Geldpolitik wirksam einsetzen zu können.“ ³⁷

Der EuGH hat weder eine quantitative Begrenzung der OMT vorgenommen noch andere Kriterien entwickelt, die eine Beurteilung einer unzulässigen „gleichen Wirkung“ ermöglichen würden. Bereits die Ankündigung der OMT hat die Finanzmarktteilnehmer trotz der fiskalischen Instabilitäten zum Ersterwerb von Staatsanleihen veranlasst, weil sie darauf hoffen, durch die Weiterveräußerung an das Eurosystem risikolose Profite zu vergleichsweise hohen Zinsen erzielen zu können. Außerdem könnte das ESZB die Staatsanleihen von den Ersterwerbern mangels konkreter Mindestfristen auch im engen zeitlichen Zusammenhang mit der Emission erwerben.³⁸ Die Zwischenschaltung der Ersterwerber diene dann lediglich der Umgehung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung; wirtschaftlich wäre sie hingegen kostspielig und zwecklos.

Überdies hält es der EuGH im Rahmen von Art. 123 AEUV für zulässig, wenn das ESZB die erworbenen Staatsanleihen bis zur Fälligkeit hielte, solange es damit nicht auf die Rückzahlung verzichtet. Jedoch erfolgt die Staatsfinanzierung dabei besonders wirksam, weil das Angebot der betreffenden Staatsanleihen am Markt durch die Forderungskäufe mit anschließendem Halten bis zur Fälligkeit verknappert wird und weil damit in die marktliche Preisfindung eingegriffen wird.³⁹

Die Staatsfinanzierungswirkung der OMT würde sich nicht nur auf die Liquiditätsbeschaffung des Fiskus beschränken, sondern auch dessen Verschuldungsumfang betreffen, sobald das Euro-

system (teilweise) auf die in Form von Staatsanleihen verbrieften Forderungen verzichtet oder sich das Ausfallrisiko in anderer Weise verwirklicht.⁴⁰ Im Rahmen des OMT-Programms würde das ESZB sogar eine Gleichbehandlung mit den übrigen Gläubigern des Fiskus (*pari passu*) akzeptieren, so dass es automatisch von einem von einer Gläubigermehrheit beschlossenen Schuldenschnitt betroffen wäre.⁴¹ Überdies billigt der EuGH ausdrücklich, dass das ESZB durch gezielte Staatsanleihekäufe fiskalisch instabiler Staaten – vor allem auch zur Entlastung von Bankbilanzen – erhebliche Verlustrisiken eingeht.⁴²

Die im Rahmen der OMT vorgesehenen Sekundärmarktkäufe suchen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung zu umgehen.⁴³ Die EZB will explizit durch die mit Zentralbankgeld finanzierten Staatsanleihekäufe – also mit monetären Mitteln – Zinsaufschläge neutralisieren, damit sich die betreffenden Staaten zum Zwecke der Staatsfinanzierung am Primärmarkt günstiger finanzieren können.⁴⁴ Die von Art. 18 Abs. 1 ESZB-Satzung dem ESZB ermöglichten Sekundärmarktkäufe dürften wegen Art. 123 AEUV pro Fiskus allenfalls einen Umfang haben, der dem ESZB technisch die Steuerung der Geldmenge ermöglicht, aber sonst für den jeweiligen Fiskus nicht spürbar wird. Des Weiteren lässt die Parallelität der OMT mit den Programmen der EFSF und des ESM, die mit ihren Hilfskrediten unmittelbar zur Staatsfinanzierung beitragen, auf die Staatsfinanzierungswirkung der OMT schließen.⁴⁵

Die monetäre Finanzierung einzelner Staaten führt in der EWU nicht nur zu inflationsbedingten Umverteilungen zwischen Gläubigern, Schuldnern, Geldinhabern und dem Fiskus, sondern auch zu Umverteilungen zwischen den Volkswirtschaften, weil sich deren (von der Inflation betroffene) Forderungen und Verbindlichkeiten nicht per Saldo ausgleichen. Für die EWU sollten die aus der monetären Staatsfinanzierung folgenden Inflationsgefahren und die inflationsbedingten Umverteilungswirkungen durch das Verbot des Art. 123 Abs. 1 AEUV umfassend ausgeschlossen werden. Das Verbot monetärer Staatsfinanzierung erfasst daher nicht nur die unmittelbare Finanzierung über Staatsanleihekäufe auf

dem Primärmarkt, sondern erfasst aufgrund des (zur Durchsetzung des Europarechts häufig herangezogenen) Gebots der praktischen Wirksamkeit auch sämtliche Umgehungstatbestände.⁴⁶

5 Urteil des Bundesverfassungsgerichts: Finanzstabilitätsunion oder Souveränität?

Im Anschluss an die Vorabentscheidung des EuGH wird das Urteil des BVerfG über die OMT als Endlagerinstrumente grundlegende Fragen der Finanzstabilitätsverfassung und der Souveränität zu behandeln haben. Die Endlagerinstrumente bilden den Kern der Finanzstabilitätsverfassung der modernen Geld- und Finanzordnung, weil sie die einzigen (grundsätzlich) unerschöpflichen Stabilisierungsquellen darstellen. Für die eigene volkswirtschaftliche Entwicklung ist die Finanzstabilität von so entscheidender Bedeutung, dass die Staatsgewalt über die Endlagerinstrumente und damit die Finanzstabilitätshoheit nicht aufgegeben werden kann, ohne dass das betroffene politische Gemeinwesen einen wesentlichen Bestandteil seiner Souveränität verliert.⁴⁷

Das BVerfG hat die Auslegung des OMT-Beschlusses zunächst dem EuGH überlassen, weil die EZB als Organ der EU grundsätzlich der Jurisdiktion des EuGH und nicht der des BVerfG unterliegt. Das BVerfG hat in seinem Vorlagebeschluss aber signalisiert, dass der OMT-Beschluss einschränkend vom EuGH ausgelegt werden muss, um zu verhindern, dass das BVerfG den OMT-Beschluss der EZB für *ultra vires* erklärt, und möglicherweise auch um den Rahmen der Integrationsgrenze des Art. 79 Abs. 3 i.V.m. Art. 20 Abs. 1 und 2 GG zu wahren.⁴⁸ Trotz dieser Ausgangslage hat der EuGH den OMT-Beschluss in seiner Vorlageentscheidung ohne wesentliche Restriktionen für vertragsgemäß erklärt.

Nun wird das BVerfG zumindest über einen hinreichend qualifizierten Verstoß des OMT-Programms gegen den Kompetenzkatalog der EU (*ultra vires*-Kontrolle) und möglicherweise auch über die Vereinbarkeit des OMT-Programms mit den Integrationsgrenzen des Grundgesetzes (Identitätskontrolle) entscheiden. Insofern hat der

EuGH festgehalten, dass sein Urteil das BVerfG „hinsichtlich der Auslegung oder der Gültigkeit der fraglichen Handlungen der Unionsorgane bei der Entscheidung über den Ausgangsrechtsstreit bindet.“⁴⁹ Es bleibt abzuwarten, ob nun das BVerfG (i) durch Bindung an die EuGH-Entscheidung von einer Vereinbarkeit der OMT mit dem währungspolitischen Mandat der EZB, dem Verbot monetärer Staatsfinanzierung und dadurch auch mit dem Grundgesetz ausgeht oder (ii) trotz Vereinbarkeit der OMT mit dem AEUV die Unvereinbarkeit der OMT mit den Integrationsgrenzen des Grundgesetzes annimmt oder (iii) sich entgegen dessen ausdrücklicher Feststellung nicht an die Entscheidung des EuGH gebunden sieht. Jedenfalls hat das BVerfG als Reaktion auf die Vorlageentscheidung des EuGH bereits angekündigt, erneut mündlich verhandeln zu wollen, was darauf hindeuten könnte, dass sich das BVerfG dem EuGH inhaltlich nicht vollends anzuschließen gedenkt.

Sollte das BVerfG den OMT-Beschluss als ausbrechenden Rechtsakt oder sogar als Verletzung der Verfassungsidentität einordnen, stellt sich die Frage nach der Rechtsfolge einer solchen Entscheidung. Zunächst ist denkbar, dass das BVerfG materielle Grenzen für die OMT und die Endlagerinstrumente (wie Höchstbeträge für den Erwerb bestimmter Vermögenswertklassen) zieht, in denen die EZB ihre Kompetenzen nicht überschreiten würde. Jedoch wären diese Grenzen allenfalls für die Deutsche Bundesbank und nicht für die EZB verbindlich, weil die EZB nicht der Jurisdiktion des BVerfG unterliegt.

Ferner könnte das BVerfG die Bundesregierung oder den Bundestag damit befassen, auf Ebene der EU Verhandlungen anzustreben mit dem Ziel, ausbrechende Rechtsakte der EZB in Zukunft zu unterbinden. Dabei dürfte aber problematisch sein, dass die Bundesregierung auf die unabhängige EZB kaum Einfluss besitzt, der Bundesregierung ein entsprechender Gestaltungswille wegen ihrer eigenen europapolitischen Agenda fehlt und Änderungen des europäischen Primärrechts der Zustimmung aller Mitgliedstaaten bedürfen.

Darüber hinaus könnte das BVerfG für den OMT-Beschluss und die Endlagerinstrumente als

Rechtsfolge bestimmen, dass solche Beschlüsse von deutschen Staatsorganen nicht angewendet werden dürfen. Dann dürfte die Deutsche Bundesbank im Rahmen des ESZB keine OMT vornehmen und keine Endlagerinstrumente anwenden, was der Deutschen Bundesbank zwar Verluste ersparen würde, aber grundsätzlich nicht die wirtschaftlichen Folgen der OMT und der Endlagerung (wie der Geldmengenerweiterung) für das deutsche Geldsystem aufheben würde, zumal andere Zentralbanken des ESZB den Teil der Deutschen Bundesbank übernehmen könnten. Würde die Deutsche Bundesbank zudem versuchen, das inländische Geldsystem (beispielsweise durch Beschränkungen von TARGET2) von den Folgen abzuschirmen, würde die Einheitlichkeit der Geldpolitik des ESZB beeinträchtigt und damit die EWU insgesamt in Frage gestellt.

Weiterhin ist auch denkbar, dass das BVerfG die Verfassungswidrigkeit der OMT und damit der Endlagerung durch die EZB feststellt, aber diese Feststellung mit keiner konkreten Rechtsfolge verknüpft. Dies hätte zwar den Vorteil, die Probleme mit der Unanwendbarkeitserklärung zu vermeiden, aber auch zur Folge, dass ein ausbrechender Rechtsakt und die dadurch bedingte Souveränitätsverletzung keine (bestimmte) Rechtsfolge hätte. Politische Entscheidungsträger hätten dann in Zukunft keine negativen Rechtsfolgen einer Souveränitätsverletzung mehr zu befürchten, so dass das BVerfG Gefahr läuft, dass seine *ultra vires*-Kontrolle zu einem stumpfen Schwert wird und dass es seine Rolle als Hüter der Verfassung verliert.

Die gleichen Gesichtspunkte zu den Rechtsfolgen kommen auch im Verfahren zu den bereits anhängigen Verfassungsbeschwerden zum EAP-Programm⁵⁰ zum Tragen. Beim Quantitative Easing-Programm der EZB greifen indes die Argumente gegen die OMT der Selektivität, Konditionalität und Parallelität wegen dessen breiterer Strukturierung nicht, obwohl durch dieses Programm nicht nur eine Endlagerung von Verlusten aus Staatsschuldpapieren, sondern auch aus weiteren Vermögenswertklassen möglich wird. Es werden dabei zwar Wertpapiere aus allen Mitgliedstaaten erworben, jedoch sollten die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Wertpapiere un-

gleich auf die Volkswirtschaften verteilt sein, so dass es nicht nur zur Begünstigung der Finanzwirtschaftsakteure, denen die Wertpapiere abgenommen werden, sondern auch bestimmter Volkswirtschaften kommen dürfte. Die Umverteilungswirkungen des Quantitative Easing dürften noch erheblicher sein, als sie dies bei den OMT gewesen wären; zumal das EAP-Programm einen Umfang in Billionenhöhe hat.

Schließlich bleibt festzuhalten, dass über die Anerkennung der Befugnis der EZB zur Endlagerung durch den EuGH und (nun auch) das BVerfG die Finanzstabilitätshoheit und damit die Souveränität der Euromitgliedstaaten preisgegeben werden würde. Die Endlagerinstrumente würden auf diese Weise zum entscheidenden Moment der Integration zum Europäischen Bundesstaat. Zudem wäre vor allem die EZB (finanziell) souverän, wenn sie ohne parlamentarische Mitsprache die Gewalt über die Endlagerinstrumente ausübte und damit (unabhängig) über die Finanzkrise als (finanziellen) Ausnahmezustand entscheiden könnte.⁵¹ Deshalb bedarf es zumindest eines neuen institutionellen Rahmens, der die Endlagerinstrumente der EZB an die Legitimationskraft parlamentarischer Entscheidungen (der Mitgliedstaaten) rückbindet.

Anmerkungen

- 1 Der Autor dankt Wolfgang Freitag für die Diskussion zum Thema.
- 2 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum, 2015, S. 27 f.
- 3 Vgl. EZB, Pressemitteilung vom 06.09.2012 zu den „Technical features of Outright Monetary Transactions“.
- 4 Vgl. EZB, Pressemitteilung vom 22.01.2015 „ECB announces expanded asset purchase programme“.
- 5 M. Danzmann, Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik, S. 325.
- 6 Vgl. M. Danzmann, Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik, S. 269 f.
- 7 M. Danzmann, Die Endlagerung von Verlusten in der Zentralbankbilanz am Beispiel der Europäischen Währungsunion, Zeitschrift für Sozialökonomie, 184/185.Folge (2015), S. 48 (51 ff.).
- 8 Vgl. dazu ausführlich: M. Danzmann, Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik, S. 281 ff.
- 9 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 36 u. 55.
- 10 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), ECLI: EU:C:2015:400, Absatz-Nr. 41.
- 11 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 43 u. 47.

- 12 Vgl. EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 50.
- 13 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 96.
- 14 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 97.
- 15 Vgl. Deutsche Bundesbank, Stellungnahme im BVerfG-Verfahren vom 21.12.2012, S. 9.
- 16 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 72.
- 17 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 53.
- 18 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 55.
- 19 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 73.
- 20 Vgl. K. A. Schachtschneider, Schriftsatz aus dem BVerfG-Verfahren vom 13.11.2012, S. 26.
- 21 Vgl. EuGH, Urt. vom 27.11.2012, Rs. C-370/12 (Pringle), EU:C:2012:756, Absatz-Nr. 60.
- 22 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 76.
- 23 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 77.
- 24 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 64, 66 u. 68.
- 25 Vgl. EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 72 ff.
- 26 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 71 (m. w.N.).
- 27 Deutsche Bundesbank, Stellungnahme im BVerfG-Verfahren vom 21.12.2012, S. 7.
- 28 Vgl. EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 85 ff.
- 29 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 55 f.
- 30 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 39.
- 31 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 39.
- 32 Vgl. EZB, Pressemitteilung vom 06.09.2012 zu den OMT: „in full discretion“.
- 33 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 82.
- 34 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 95 u. 97.
- 35 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 104.
- 36 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 106.
- 37 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 108.
- 38 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 92 ff.
- 39 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 90.
- 40 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 88.
- 41 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 88.
- 42 Vgl. EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 123 ff.
- 43 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 84.
- 44 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 87.
- 45 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 87.
- 46 BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 85 f.
- 47 M. Danzmann, Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik, S. 331.
- 48 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Absatz-Nr. 36 u. 55.
- 49 EuGH, Urt. vom 16.06.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler u.a.), Absatz-Nr. 16.
- 50 Verfassungsbeschwerde beim BVerfG anhängig unter 2 BvR 859/15.
- 51 Vgl. C. Schmitt, Politische Theologie, S. 11.