

Rechtspolitisches Forum

Legal Policy Forum

75

Christoph Herrmann

Verfassungsrechtliche Grenzen der EZB-Politik

Rechtspolitisches Forum

75

Verfassungsrechtliche Grenzen der EZB-Geldpolitik

von

Prof. Dr. Christoph Herrmann, LL.M.
Universität Passau

Institut für Rechtspolitik
an der Universität Trier



Impressum

Herausgegeben von Prof. Dr. Thomas Raab und Prof. Dr. Alexander Proelß
unter Mitarbeit von Markus Weber und Claudia Lehnen.

Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier · D-54286 Trier
Telefon: +49 (0)651 201-3443 · Telefax: +49 (0)651 201-3448
E-Mail: irpsek@uni-trier.de · Internet: www.irp.uni-trier.de

Die Redaktion übernimmt für unverlangt eingesandte Manuskripte keine
Haftung und schickt diese nicht zurück.

Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben nicht in jedem Fall die
Meinung des Herausgebers oder der Mitarbeiter des Instituts wieder.

© Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier, 2016
ISSN 1616-8828

Prof. Dr. Christoph Herrmann

LL.M. European Law (London), Wirtschaftsjurist (Univ. Bayreuth) ist Inhaber des Lehrstuhls für Staats- und Verwaltungsrecht, Europarecht, Europäisches und Internationales Wirtschaftsrecht an der Universität Passau.

Der Beitrag beruht auf dem an der Universität Trier am 9. Mai 2016 frei gehaltenen Vortrag. Die Vortragsform wurde im Wesentlichen beibehalten. Frau Wiss. Mit. *Corinna Dornacher* gilt der Dank des Verfassers für die Überarbeitung der Transkription und die Erstellung des Fußnotenapparates. Die zwischenzeitlich ergangene Entscheidung des BVerfG im OMT-Verfahren wurde noch berücksichtigt, ohne umfangreich rezipiert zu werden.

I. Einleitung

Die vornehmlich in Deutschland geführte Debatte um die rechtlichen Grenzen der EZB-Geldpolitik ist ein inzwischen sehr stark emotional aufgeladenes Thema mit vielen Dimensionen und Implikationen. Dies ist kein Einzelfall. Ähnliches erleben wir gerade mit TTIP – ein weiteres Thema für das sich zuvor hauptsächlich Spezialisten interessierten und das sich nun wachsender Beliebtheit unter Juristen allgemein sowie der breiten Öffentlichkeit erfreut. Im Grundsatz ist dies nichts Negatives. Jede dieser Debatten hat in gewisser Weise ihre Berechtigung. Die emotionale Aufladung und das damit verbundene öffentliche Interesse erschweren es jedoch wegen der so unterschiedlichen Herangehensweise an das Thema, eine gemeinsame Diskussionsgrundlage zu finden. Nicht nur wegen der nüchternen Betrachtung, sondern auch inhaltlich wird der folgende Beitrag wahrscheinlich nicht dem mehrheitlichen emotionalen Empfinden entsprechen. Möglicherweise tragen die folgenden Ausführungen jedoch dazu bei, auf eine gemeinsame Diskussionsebene zurückzufinden. Hierzu werden im Folgenden zunächst der rechtliche Rahmen der Geldpolitik auf unionaler und verfassungsrechtlicher Ebene sowie ihre Verschränkung in verfassungsprozessualer Hinsicht dargestellt, bevor der krisenbedingte Wandel der Geldpolitik der vergangenen Jahre analysiert wird.

Ungeachtet aller möglicherweise berechtigter ökonomischer und politischer Kritik hat die EZB die rechtlichen Grenzen ihres Mandats europarechtlich nicht überschritten. Dies hat der EuGH mittlerweile in seiner OMT-Entscheidung bestätigt.¹ Das

¹ EuGH, Rs. C-62/14 (Gauweiler), Urt. v. 16.06.2015, ECLI:EU:C:2015:400.

BVerfG ist dieser Einschätzung – nicht ohne Murren und möglicherweise Umdeutungen der EuGH-Entscheidung – im Ergebnis gefolgt.²

² BVerfG, Urt. v. 21.06.2015, 2 BvR 2728/13, ECLI:DE:BVerfG:2016:rs20160621.2bvr272813.

II. Der rechtliche Rahmen

1. Europäisches Unionsrecht

Der Euro ist Integrationsziel der Europäischen Union (EU), d. h., im Prinzip sind alle EU-Mitgliedstaaten mit Ausnahme Großbritanniens und Dänemarks dazu verpflichtet, irgendwann der Eurozone beizutreten (Art. 3 Abs. 4 EUV, Art. 119 Abs. 2 AEUV). Zudem ist die Währungspolitik, d. h. Geld- und Wechselkurspolitik für die Eurozone, eine ausschließliche Zuständigkeit der EU (Art. 3 Abs. 1 c) AEUV). Demgegenüber wird die Wirtschaftspolitik nur im Rat koordiniert, bleibt aber im Wesentlichen eine mitgliedstaatliche Zuständigkeit, die durch eine unionale Wirtschaftspolitik ergänzt wird (vgl. Art. 5, 121 AEUV). Diese asymmetrische Konstruktion wird oft kritisiert und ist zu Recht als ein Mitverursacher für die Staatsschuldenkrise ausgemacht worden. Innerhalb der EU liegt die Zuständigkeit für die Geldpolitik, nicht jedoch für die Wechselkurspolitik, beim Eurosystem, bestehend aus der EZB und den nationalen Zentralbanken der Euroteilnehmerstaaten, also solcher Staaten, die keine Ausnahmeregelung nach Art. 139 AEUV in Anspruch nehmen (Art. 282 Abs. 1 AEUV). Für das Eurosystem gilt das Prinzip der Zentralbankunabhängigkeit, insbesondere von jeglicher politischer Einflussnahme, nach Art. 130 AEUV. Der EZB-Rat darf mithin keine Weisungen einholen und es dürfen keine Weisungen angenommen werden. Darüber hinaus ist die Zentralbankunabhängigkeit auch in finanzieller und institutioneller Hinsicht abgesichert.³

Eingehegt wird das Zentralbankhandeln durch den relativ klaren Zielrahmen des primären Unionsrechts. Die Verträge geben

³ Vgl. C. Gaitanides, Das Recht der Europäischen Zentralbank, 2005, S. 44.

dem Eurosystem primär auf, für Preisstabilität zu sorgen. Anders als das Federal Reserve System (Section 2A Federal Reserve Act) verfolgt die EZB primär nur ein Ziel (Art. 127 Abs. 1 AEUV). Mangels Legaldefinition hat die EZB bisher Preisstabilität als Inflationsrate nahe aber knapp unter zwei Prozent interpretiert. Sekundäres Ziel ist die Unterstützung der Wirtschaftspolitik in der Union, solange die Preisstabilität dadurch nicht gefährdet wird. Erreicht werden sollen diese Ziele mithilfe von geldpolitischen Instrumenten, die in der EZB/ESZB-Satzung geregelt sind. Darin findet sich u.a. der finale Ankauf von börsengängigen Wertpapieren, Art. 18.1 EZB/ESZB-Satzung. Art. 20 EZB/ESZB Satzung sieht sogar vor, dass der EZB-Rat über weitere geldpolitische Instrumente entscheiden kann. In diese Kategorie der „neu“ geschaffenen Instrumente müsste man vermutlich ggfs. das Helikoptergeld einordnen. Abgesehen von bestimmten prozessualen Bestimmungen, die eingehalten werden müssen, verfügt die EZB über einen erweiterbaren Instrumentenkoffer, der nicht abschließend definiert ist.⁴ Entscheidend ist letztlich, was Geldpolitik ist: Eine Einwirkung auf monetäre Größen durch die Nutzung von Möglichkeiten, die nur einer Zentralbank zur Verfügung stehen, also der Versuch auf Geldmenge, Zinsniveau usw. Einfluss zu nehmen.

Der Ausübung der Geldpolitik sind materiell-rechtlich bestimmte Schranken gezogen. Eines der bekanntesten Verbote ist das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nach Art. 123 AEUV. Wichtig ist hierbei die Unterscheidung zwischen direktem und indirektem Erwerb von Staatsanleihen. Ausschließlich der direkte Erwerb ist untersagt. Der indirekte Erwerb ist demgegenüber in Artikel 18 EZB/ESZB Satzung als geldpolitisches Instrument vorgesehen, nämlich der finale Erwerb von börsengängigen Wertpapieren, und dazu zählen auch Staatsanleihen.

⁴ A. Thiele, EuZW 2014, 694 (695).

Hierzu ist ergänzend anzumerken, dass der Ankauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt an sich überhaupt keinen bemerkenswerten Vorgang darstellt; auch die Bundesbank hat von diesem Instrument in der Vergangenheit Gebrauch gemacht, um die Geldmenge auszuweiten.⁵

2. Verfassungsrecht

Nach europarechtlichen Maßstäben, welche durch die jüngste Rechtsprechung des EuGH konkretisiert wurden, handelte die EZB bislang nicht rechtswidrig.⁶ Für das OMT-Programm gilt dies jedenfalls insoweit, als im Rahmen seines Vollzuges die Einhaltung der Verhältnismäßigkeit sichergestellt würde.⁷ Verfassungsrechtlich existiert für die Geldpolitik, anders als für alle anderen Bereiche der europäischen Integration, sogar eine Doppelabstützung: Zusätzlich zu Art. 23 GG, der an sich schon die Übertragung des Hoheitsrechts der Geldpolitik erlauben würde, befasst sich Art. 88 Satz 2 GG speziell mit der Übertragung der Aufgaben der Deutschen Bundesbank auf eine europäische Zentralbank, die unabhängig und dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet sein muss. Seit der Maastricht-Entscheidung hat das BVerfG übrigens die Übertragung dieses speziellen Hoheitsrechts in ständiger Rechtsprechung abgesegnet.⁸ Bemerkenswerterweise hat das BVerfG dabei aber stets eine eigene Auslegung des Unionsrechts zugrunde gelegt. Konkret

⁵ C. Herrmann, EuZW 2012, 805 (810) und EuZW 2010, 645 (646).

⁶ Vgl. hierzu C. Herrmann/C. Dornacher, EuZW 2015, 579 ff.

⁷ Generalanwalt C. Villalón diskutierte erstmals in den Schlussanträgen das Verhältnismäßigkeitsprinzip im Zusammenhang mit dem OMT-Programm, Schlussanträge v. 14.01.2015, Rs. C-62/14 (Gauweiler), ECLI:EU:C:2015:7.

⁸ BVerfGE 89, 155 (Maastricht), Rn. 154; siehe auch C. Herrmann, EuZW 2012, 805 (807).

hat das BVerfG unterstellt, dass die Verträge von einem gewissen stabilitätspolitischen Gesamtkonzept geprägt seien.⁹ Dies sei quasi die Geschäftsgrundlage, bei deren Wegfall der Bundesrepublik Deutschland als ultima ratio auch der Ausstieg aus der gemeinsamen Währung zur Verfügung stehe. Gleichzeitig hat das BVerfG ausgeführt, eine Entwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu einer vollen Wirtschaftsunion sei durch das Grundgesetz nicht per se ausgeschlossen¹⁰ – eine Feststellung, die dann in der Folge durch die Lissabon-Entscheidung und in sämtlichen Entscheidungen zur haushaltspolitischen Eigenverantwortung des Bundestages deutlich relativiert wurde.¹¹

3. Verschränkung von Unions- und Verfassungsrecht im verfassungsgerichtlichen Kontrollmaßstab

Die Frage ist nun, ob sich die EU während der Krise von diesem stabilitätspolitischen Konzept vollständig entfernt hat, und bejahendenfalls, ob und ggf. wie – und wem gegenüber – dies verfassungsgerichtlich sanktioniert werden kann. In Deutschland wird häufig übersehen, dass bereits mit den Entscheidungen zur EFSF und Griechenlandrettung zugrundeliegenden Verfassungsbeschwerden das SMP-Programm mit angegriffen wurde. Die ursprüngliche Reaktion des BVerfG war knapp und eindeutig: Eine Maßnahme der Europäischen Zentralbank sei in Karlsruhe nicht justiziabel.¹² Um dennoch an ein Sachurteil zu gelangen, bedienen sich die Kläger inzwischen aber eines

⁹ U.a. BVerfGE 89, 155 (Maastricht), Rn. 138; BVerfGE 97, 350, Rn. 97; BVerfGE 129, 124, Rn. 129.

¹⁰ BVerfGE 89, 155 (Maastricht), Rn. 149.

¹¹ Vgl. u.a. BVerfGE 123, 267 (Lissabon), Rn. 226; BVerfGE 135, 317 (ESM-Vertrag), Rn. 164.

¹² BVerfG, Urf. v. 07.09.2011, 2 BvR 1099/10, ECLI:DE:BVerfG:2011:rs20110907.2bvr098710, Rn. 116.

anderen Kniffes, zu dem das BVerfG sogar schon explizit auffordert.¹³ Nicht mehr die Maßnahme der EZB wird direkt gerügt, vielmehr soll ein Verstoß deutscher Verfassungsorgane gegen das Grundgesetz vorliegen, weil jene z. B. nichts gegen die Verkündung des OMT-Programms unternommen haben. Was genau Bundesregierung, Bundestag und Bundesbank sinnvollerweise hätten tun sollen, bleibt jedoch nach wie vor unklar.¹⁴ Im EZB-Rat hatte der Bundesbankpräsident erfolglos gegen das OMT-Programm gestimmt. Die Bundesregierung kann – wenn überhaupt – nur vor dem EuGH nach Art. 263 AEUV dagegen klagen, wovon abgesehen wurde, weil die Bundesregierung nach außen immer kommuniziert hat, sie halte die Maßnahmen der EZB für rechtmäßig. Der Bundestag hat sich ausführlich mit dem Thema beschäftigt, verfügt jedoch selbst nicht über das Klagerecht nach Art. 263 AEUV. Allenfalls über die Regierungsfraktion hätte der Bundestag mittelbar auf die Einreichung einer Klage hinwirken können. Das Kernproblem an dieser prozessualen Konstruktion ist folglich, dass damit immer Stellvertreterkriege verbunden mit einer Stellvertreterhaftung erzeugt werden.

Davon abgesehen bedürfen die prinzipiellen Kontrollwege einer näheren Betrachtung. Karlsruhe kontrolliert die europäische Integration auf drei Arten:

(1) Mittels der – hier nicht einschlägigen – Grundrechtskontrolle, die freilich unlängst vom BVerfG in der Entscheidung zum

¹³ BVerfG, Beschluss der 3. Kammer des Zweiten Senats vom 19. Juli 2016, 2 BvR 2752/11, Rn. 20.

¹⁴ C. Herrmann, Blutige Nase im Endspiel oder im Freundschaftsspiel? Eindrücke von der zweiten Karlsruher Verhandlung im OMT-Verfahren, Verfassungsblog 17.02.2016, <http://verfassungsblog.de/blutige-nase-im-endspiel-oder-im-freundschaftsspiel-eindrucke-von-der-zweiten-karlsruher-verhandlung-im-omt-verfahren/> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

europäischen Haftbefehl beerdigt und durch die Identitätskontrolle am Maßstab des Art. 1 GG ersetzt wurde.¹⁵

(2) Mittels der Ultra vires-Kontrolle: Bezogen auf den hier relevanten Zusammenhang steht dahinter das Argument, die EZB verlasse die Grenzen ihres Mandats und handele somit ultra vires. Hier tun sich einige dogmatische Schwierigkeiten auf. Zum einen wurde der EZB vorgeworfen, kompetenzwidrig gehandelt zu haben (Verstoß gegen Art. 127 AEUV). Zum andern soll die Kompetenzausübung gegen Art. 123 AEUV, eine materiell-rechtliche Schranke, verstoßen haben. Leuchtet ersteres noch ein, ist es schon nicht ohne weiteres plausibel, von einem ultra vires-Akt auszugehen, wenn eine materiell-rechtliche Bestimmung verletzt wird.¹⁶ Im Übrigen handelt es sich um eine Organkompetenz, deren Überschreitung allein nicht ausreicht, solange die Handlung an sich von einer Unionskompetenz gedeckt ist. Zu denken ist hier insbesondere an die Koordinierung der Wirtschaftspolitiken (Art. 127 Abs. 1 AEUV). Der EuGH hat sich diesbezüglich der zuvor im Schrifttum überwiegend vertretenen Auffassung angeschlossen und das OMT-Programm, so wie es in der Pressemitteilung angekündigt worden ist, für unionsrechtmäßig befunden.¹⁷ Diesem Votum ist schlussendlich auch das BVerfG gefolgt.¹⁸ Für die meisten Beobachter überraschend war hierbei die Aussage, der EuGH habe ähnliche Einschränkungen, wie sie in der Vorlage des BVerfG zum EuGH formuliert worden waren, vorgenommen. Weitaus weniger

¹⁵ BVerfG, Urt. v. 15.12.2015, 2 BvR 2735/14, ECLI:DE:BVerfG:2015:rs20151215.2bvr273514.

¹⁶ Zur systematischen Einordnung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung siehe *C. Herrmann/C. Dornacher* in: Frankfurter Kommentar, Art. 123 AEUV, 2017 (im Erscheinen).

¹⁷ EuGH, Rs. C-62/14 (Gauweiler), Urt. v. 16.06.2015, ECLI:EU:C:2015:400.

¹⁸ BVerfG, Urt. v. 21.06.2016, 2 BvR 2728/13, ECLI:DE:BVerfG:2016:rs20160621.2bvr272813.

überraschend waren die Seitenhiebe bezüglich Methodik und Beweiswürdigung in Richtung des EuGH.¹⁹

(3) Mittels der Identitätskontrolle, die sich Karlsruhe im OMT-Vorlagebeschluss bewusst offen gehalten hatte.²⁰ Die Idee: Teil des Identitätskerns ist das Demokratieprinzip, das zweifellos durch Art. 23 Abs. 1, 79 Abs. 3, 20 GG geschützt ist. Jede ultra vires-Handlung wäre folglich nicht demokratisch legitimiert und damit gleichzeitig identitätskernverletzend, weil das Demokratieprinzip zum geschützten Identitätskern des GG gehört und jede vom Zustimmungsgesetz nicht gedeckte Ausübung von Hoheitsgewalt durch die Unionsebene legitimationslos wäre. In der Konsequenz würde die Identitätskontrolle zur versteckten ultra vires-Kontrolle, mit dem Unterschied, dass die Schutzmaßstäbe der Honeywell-Rechtsprechung – dass es einer offensichtlichen, strukturbedeutsamen Verschiebung im Kompetenzgefüge der Union bedarf und dem EuGH zudem Fehlertoleranz zuzubilligen ist – nicht gelten würden. Es erscheint jedoch nicht sinnvoll, jeden ultra vires-Akt automatisch als eine Identitätskernverletzung zu deklarieren. Die Alternative wäre gewesen, eine erhebliche Bedrohung der Haushaltsautonomie des Bundestages durch die mit dem OMT-Beschluss verbundenen Verlustrisiken anzunehmen. Eine solche Bedrohung würde voraussetzen, dass wesentliche Entscheidungen über Einnahmen und Ausgaben nicht mehr vom Bundestag autonom getroffen werden könnten. Dies hinreichend über mögliche verringerte Gewinnausschüttungen begründen zu können, erscheint

¹⁹ C. Herrmann, Blutige Nase im Endspiel oder im Freundschaftsspiel? Eindrücke von der zweiten Karlsruher Verhandlung im OMT-Verfahren, Verfassungsblog 17.02.2016, <http://verfassungsblog.de/blutige-nase-im-endspiel-oder-im-freundschaftsspiel-eindrucke-von-der-zweiten-karlsruher-verhandlung-im-omt-verfahren/> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

²⁰ Vgl. hierzu C. Herrmann/C. Dornacher, EuZW 2015, 579 ff.

allerdings abwegig.²¹ Eine Rekapitalisierungspflicht hat der deutsche Steuerzahler gegenüber der Bundesbank schon nicht. Man kann Zentralbanken auch unproblematisch mit negativem Eigenkapital betreiben. Das heißt, was gegebenenfalls „im Feuer steht“, sind bis zu sechs Milliarden Euro pro Jahr, die der Finanzminister vielleicht nicht in den Haushalt einstellen könnte, auf die er aber auch gar keinen Anspruch hat. Zentralbanken sind nicht dazu da, Gewinne zu machen, sondern gute Geldpolitik. Das kann auch Verluste implizieren, wenn zum Beispiel der Wechselkurs steigt und deswegen Devisenreserven abgewertet werden müssen. Von daher erscheint es nicht begründbar, bei einem Haushaltsvolumen von über 300 Milliarden Euro wegen vier bis sechs Milliarden Euro pro Jahr, die vielleicht entfallen könnten, von einer Beeinträchtigung der Haushaltsautonomie zu sprechen. Dies gilt umso mehr, als der Finanzminister infolge der Niedrigzinspolitik mittlerweile wahrscheinlich ca. 15–20 Milliarden Euro an Zinszahlungen pro Jahr einspart.

²¹ C. Herrmann/C. Dornacher, EuZW 2015, 579 (582 f.).

III. Die Geldpolitik im Wandel

Zunächst einmal zu den vordergründigen Fakten. Es ist unbestreitbar – hierüber sind sich alle Beobachter einig –, dass es seit 2007/08 während der globalen Finanzkrise und anschließenden realwirtschaftlichen Krise einen fundamentalen Perspektivenwechsel darüber gegeben hat, was Geldpolitik ausmacht. Zum damaligen Zeitpunkt haben Zentralbanken aller Welt, darunter auch die EZB, weitläufig die Leitzinsen auf nahe oder unter null gesenkt.²² Außerdem haben sie – d. h. insbesondere die Bank of England, das Federal Reserve System und die Bank of Japan – weitläufig sog. quantitative easing betrieben, also die Geldmenge erheblich ausgeweitet.²³ Sicherlich divergieren im Einzelnen die Motive und Hintergründe für diese Maßnahmen sowie die konkret vorherrschenden rechtlichen wie tatsächlichen Umstände im jeweiligen Währungsraum; verallgemeinerungsfähig ist aber folgende Erkenntnis: Die Geldpolitik in der Krise und nach der Krise ist eine andere als die vor der Krise!

1. Geldpolitik als Krisenpolitik

Dieser Befund mag überraschend klingen, bei genauerem Hinsehen dürfte es jedoch durchaus einleuchten, dass Krisen die Sachlage und damit letztlich die Entscheidungsgrundlage verändern. Es müssen in derartigen Situationen andere Dinge ge-

²² Vgl. ECB, key interest rates, <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

²³ Vgl. ECB, The role of the central bank balance sheet in monetary policy, ECB Economic Bulletin, Issue 4 2015, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art01_eb201504.en.pdf (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

tan werden als unter „normalen“ Umständen. In anderen Lebenssituationen würde das auch niemand jemals bestreiten. Das ärztliche Notfallprogramm unterscheidet sich beispielsweise auch ganz maßgeblich vom routinemäßigen Check-up oder einem präventiven Gesundheitsprogramm. Alles bleibt jedoch immer eine medizinische Maßnahme. Nicht anders verhält es sich mit der Geldpolitik. Eine Krise erfordert andere geldpolitische Maßnahmen als der Normalzustand. Grundsätzlich ändert das an der geldpolitischen Eigenschaft der Maßnahme zunächst einmal nichts.²⁴

2. Öffentliche Wahrnehmung

Dieser Befund wurde von der Öffentlichkeit so nicht geteilt. Insbesondere in Deutschland grassiert eine bemerkenswert gravierende Unzufriedenheit mit den Maßnahmen der EZB. Zunächst war davon noch nicht allzu viel zu spüren, mutmaßlich weil in den Jahren 2007-2009 niemand das Gefühl hatte, es werde ihm oder ihr etwas „weggenommen“. Spätestens seit 2010 erreichte der Unmut über die EZB-Geldpolitik in Deutschland jedoch ganz neue Ausmaße, der auch neue rechtliche Phänomene mit sich brachte: Die gegen die EZB vor dem EuGH wegen bestimmter geldpolitischer Entscheidungen erhobenen Klagen sind nur ein Beleg dafür, in welchem Maße sich das rechtspolitische Klima um die EZB herum verändert hat.²⁵

Hinzu kommt, dass die Kritik an EZB-Maßnahmen von deutschen Mitgliedern des EZB-Rates öffentlich unterstützt wurde.

²⁴ Zur Einordnung von Zentralbankmaßnahmen siehe *A. Thiele*, EuZW 2014, 694.

²⁵ EuGH, Beschl. v. 15.11.2012, Rs. C-102/12 (Städter/EZB), ECLI:EU:C:2012:723; EuGH, Beschl. v. 29.04.2015, Rs. C-64/14 P (von Storch u. a./EZB), ECLI:EU:C:2015:300.

Zu nennen sind die Rücktritte von Axel Weber, der als Bundesbankpräsident auch EZB-Ratsmitglied war, und Jürgen Stark, dem vormaligen Chefvolkswirt der EZB und Direktoriumsmitglied. Nicht zu vergessen der amtierende Bundesbankpräsident Jens Weidmann. Größtenteils blieb diese kritische Haltung zwar ein deutsches Phänomen, vereinzelt finden sich aber auch Beispiele aus anderen Eurozonenteilnehmerstaaten. So soll sich der niederländische Notenbankpräsident in einer Anhörung im niederländischen Parlament äußerst negativ über die aktuelle Nullzinspolitik geäußert haben. Vor dem Hintergrund eines kapitalgedeckten Rentenversorgungsystems in den Niederlanden, welches in einem Nullzinsumfeld kaum profitabel zu führen ist, ist das nachvollziehbar, gibt aber keinen Aufschluss darüber, was für die gesamte Eurozone eine gute Geldpolitik ausmacht.

Abgesehen von den jüngsten Entwicklungen der Nullzinspolitik wurden sämtliche EZB-Maßnahmen außerhalb Deutschlands ganz überwiegend für gut befunden. Dies lässt sich auch anhand des OMT-Beschlusses der EZB vom September 2012 belegen:²⁶ Dieser wurde mit 22:1 Stimmen im EZB-Rat gefällt. Einzig Jens Weidmann, der deutsche Bundesbankpräsident, stimmte dagegen. Sechs Exekutivdirektoriumsmitglieder, darunter das deutsche Mitglied, und sämtliche anderen Notenbankpräsidenten der Eurozone haben für das OMT-Programm gestimmt. Vor diesem Hintergrund sind die deutschen Vorbehalte vor allem in rechtlichen Diskursen mit großer Vorsicht zu genießen. Im Mittelpunkt sollte stets nur die Maßnahme und de-

²⁶ ECB, Press Release of 6.09.2012, Technical features of Outright Monetary Transactions, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

ren geldpolitische Sinn- bzw. Zweckmäßigkeit stehen. Von juristischer Seite sollte sogar lediglich deren Rechtmäßigkeit beurteilt werden.²⁷

3. Geldpolitik vor Gericht

Vor Gericht verantworten musste sich die EZB sowohl vor dem EuGH als auch – indirekt, da die Zentralbank hier nicht Partei, sondern nach der verfassungsrechtlichen Terminologie ausschließlich „sachverständiger Dritter“ war bzw. sein kann – dem BVerfG.

a) Der EuGH

Die direkt beim EuGH anhängig gemachten Klagen, das sind u. a. die Rechtssachen von Storch²⁸ und Städter²⁹, sind gescheitert. Letztere war verfristet und daher unzulässig. Erstere scheiterte am Erfordernis der unmittelbaren Betroffenheit in eigenen Rechten. Eine Entscheidung wie der OMT-Beschluss der EZB betrifft das Individuum nicht individuell. Der einzig denkbare Vortrag würde sich auf eine Verletzung der Eigentumsgarantie durch inflationsfördernde Maßnahmen stützen. Eine Inflation ist infolge der EZB-Politik bislang aber nicht eingetreten – eher kämpft die Eurozone mit einer anhaltenden Deflationsgefahr.³⁰

²⁷ Siehe auch *C. Herrmann/C. Dornacher*, EuZW 2015, 579.

²⁸ EuGH, Beschl. v. 29.04.2015, Rs. C-64/14 P (von Storch u.a./EZB), ECLI:EU:C:2015:300.

²⁹ EuGH, Beschl. v. 15.11.2012, Rs. C-102/12 (Städter/EZB), ECLI:EU:C:2012:723.

³⁰ ECB, inflation dashboard, <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

b) Das BVerfG

Daneben gab und gibt es Klagen und Beschwerden bzw. Anträge vor dem BVerfG.³¹ Gegner waren und sind hier Organe der Bundesrepublik Deutschland und nicht unmittelbar die EZB. Das bekannteste – und mit der Entscheidung des BVerfG vom 21.06.2016 zum Abschluss gekommene – Verfahren ist die Rechtsache Gauweiler u. a.³²

Noch anhängig ist eine Verfassungsbeschwerde gegen das sog. quantitative easing.³³ Dahinter verbirgt sich das Public Sector Purchase Programme (PSPP), welches weitere bereits existierende Ankaufprogramme ergänzt, und mit dem die EZB versucht, insgesamt monatlich ca. 80 Milliarden Euro in die Finanzmärkte zu pumpen, um eine drohende Deflation zu verhindern.³⁴ Eine weitere Verfassungsbeschwerde wurde gegen die sog. Bankenunion erhoben.³⁵ Hierbei geht es um die Übertragung von Bankaufsichtsfunktionen im Rahmen des SSM auf die EZB. Rein zahlenmäßig ist damit der klägerische „Playground“ nun – aus deutscher Sicht – nicht mehr Luxemburg, sondern vielmehr Karlsruhe. Nach Lage der Dinge wird in diesen noch anhängigen Verfahren jedoch ebenfalls nicht das herauskommen, was sich die Kritiker erhoffen. Letzten Endes hat auch das BVerfG bislang sämtliche Maßnahmen zur Bewältigung der

³¹ BVerfG, Urt. v. 21.06.2016, 2 BvR 2728/13, ECLI:DE:BVerfG:2016:rs20160621.2bvr272813; Noch anhängige Verfahren zu „Quantitative Easing“: BVerfG, 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15 und 2 BvR 2006/15; Zur Bankenunion: BVerfG, 2 BvR 1685/14.

³² BVerfG, Urt. v. 21.06.2016, 2 BvR 2728/13, ECLI:DE:BVerfG:2016:rs20160621.2bvr272813; EuGH, Rs. C-62/14 (Gauweiler), Urt. v. 16.06.2015, ECLI:EU:C:2015:400.

³³ BVerfG, 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15 und 2 BvR 2006/15.

³⁴ Beschluss der EZB v. 4.3.2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten, EZB/2015/10, ABL 2015, L 121/1, S. 20 ff.

³⁵ BVerfG, 2 BvR 1685/14.

Eurostaatsschuldenkrise – wenn auch stets mit einem mahnen-
den Fingerzeig – passieren lassen.³⁶

c) Gerichtliche Prüfungsmaßstäbe

Diese prozessuale Mehrebenenkonstellation führt zunächst einmal zu unterschiedlichen Prüfungsmaßstäben. Der Gerichtshof der EU prüft das Handeln der EZB ausschließlich am Maßstab des Unionsrechts. Das BVerfG wiederum prüft die gerügten Handlungen oder Unterlassungen grundsätzlich ausschließlich am Maßstab des Grundgesetzes. Insofern ließen sich die Verfassungsräume relativ klar trennen und es entstünden keine Kollisions-, sondern höchstens Abgrenzungsprobleme.

Mit den bereits dargestellten, vom BVerfG im Laufe der europäischen Integrationsgeschichte entwickelten besonderen Kontrollinstrumenten wandeln sich jedoch Prüfungsmaßstäbe des Unionsrechts in solche des Verfassungsrechts bzw. ergänzen diese, wenngleich sie dabei auch modifiziert und adaptiert werden. So werden Konflikte mit dem EuGH möglich. Eine vernünftige Lösung bei divergierenden Auslegungen ein und derselben Norm scheint kaum konstruierbar, zumal der Standardschlüssel „Trennung der Rechtsräume“ (die jeweilige Auslegung betrifft jeweils unterschiedliche Normen und fußt auf unterschiedlichen Maßstäben) hier nicht passt.

³⁶ Vgl. u.a. BVerfG, Ur. v. 18.03.2014, 2 BvE 6/12, ECLI:DE:BVerfG:2014:rs20140318.2bvr139012 (ESM-Entscheidung); BVerfG, Ur. v. 21.06.2016, 2 BvR 2728/13, ECLI:DE:BVerfG:2016:rs20160621.2bvr272813 (OMT-Entscheidung).

4. Rückblick

Versetzen wir uns gedanklich zurück in das Jahr 2007! Die Immobilienblase platzt; die (bald) globale Finanzkrise nimmt in den USA ihren Anfang. Dementsprechend kam es zum Ausfall von diversen Finanzderivaten, die auf eine besonders elegante Art und Weise so konstruiert waren, dass viele der Illusion erlagen, man habe das Risiko „wegkonstruiert“. Im Prinzip war diese Annahme auch nicht verfehlt. Aus der Portfoliotheorie ist bekannt, dass ein Risiko praktisch auf null minimiert werden kann, wenn man es breit genug streut, da jeder Einzelne dann nur einen minimal kleinen Teil trägt. Ad absurdum wird diese Idee indes geführt, wenn man sich der fälschlichen Annahme hingibt, jeder könne unbegrenzt viel von diesem Minimalrisiko schultern. Dann nämlich addieren sich sämtliche kleinst-Risikoanteile wieder zu einem großen und erheblichen Risiko auf. Die in der Folge zusätzlich fehlerhafte Einschätzung, „too big to fail“ gelte nicht, und eine systemrelevante Bank wie Lehman Brothers müsse nicht gerettet werden, tat ihr Übriges, um die sich entwickelnde globale Finanzkrise anzuheizen. Hintergrund ist nicht zuletzt der Schneeballsystemcharakter des gesamten Geldsystems. Eine Bank ist nie im vollen Umfang ihrer Verbindlichkeiten sofort zahlungsfähig. Im Falle eines sog. Bankenruns, also wenn sämtlichen Bankkunden ihr Guthaben auf einmal ausbezahlt haben wollen, wäre die Bank unweigerlich sofort bankrott. Dies liegt nicht an den Entscheidungen einzelner Institute, sondern ist vielmehr seit jeher im Finanzsystem so angelegt.³⁷

³⁷ C. Herrmann, Währungshoheit, Währungsverfassung und subjektive Rechte, S. 17 f.

a) Reaktionen auf die Finanzkrise

In der Konsequenz jedenfalls weiteten sich die Sorgen um die Liquidität von Finanzinstitutionen berechtigterweise aus. Ein Kollaps des Finanzsystems wurde durch die Übernahme von „lender of last resort“-Funktionen durch die Zentralbanken verhindert.³⁸ Weltweit mussten Staaten mittels Eigenkapitalzuschüssen, Bürgschaften und Ähnlichem wiederum Finanzinstitutionen vor dem Bankrott bewahren,³⁹ was schlussendlich in einem Einbruch der Wirtschaftsleistung, z. B. in Deutschland von etwa 5 Prozentpunkten des Bruttosozialprodukts, mündete. Als weitere notwendige Reaktion legten die meisten Staaten entsprechende realwirtschaftliche Kompensationsprogramme auf. Die „Abwrackprämie“ in Deutschland ist nur ein Beispiel hierfür. In der Summe waren massive Einbußen bei den Staatseinnahmen bei einem gleichzeitigen erheblichen Anstieg der Staatsausgaben zu verzeichnen. Es liegt auf der Hand, dass eine solche Entwicklung zwangsläufig zu einem signifikanten Anstieg der jährlichen Haushaltsdefizite führt. Auch an den Risikoanalysten ging die oben beschriebene prekäre Lage des Finanzsystems nicht vorbei und die mit Finanzmarktpapieren verbundenen Ausfallrisiken wurden weitläufig einer Neubewertung unterzogen, was zusätzlich zu höheren Refinanzierungskosten einer Reihe von Staaten führte.⁴⁰

³⁸ Vgl. zur Emergency Liquidity Assistance (ELA) *S. Radtke*, Liquiditätshilfen im Eurosystem. Zur „lender of last resort“ Funktion siehe auch: *C. Mensching*, EuR 2014, 333 (340); *V. Berger*, CML Rev. 2016, 139 (148 ff.); *K. Hentschelmann*, Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, S. 152 ff.

³⁹ Zwischen 2008 und 2012 segnete die Kommission beispielsweise staatliche Subventionen in Höhe von insgesamt 5058.9 Milliarden Euro ab, die für den "bail-out" von Banken und Finanzinstituten verwendet wurden, vgl. *M. Selmayr*, in *P. Müller-Graff* (Hrsg.), Europäisches Wirtschaftsordnungsrecht, §23, Rn. 57.

⁴⁰ *C. Herrmann*, EuZW 2012, 805 (806).

b) Die Causa Griechenland und die Euro-Staats-schuldenkrise

Dies war die Ausgangslage im Jahr 2009, als die neue griechische Regierung vermelden musste, dass die Haushaltslage weitaus schlechter als ursprünglich angegeben war (das Defizit wurde von 5,6 % auf zunächst 12,8 und schließlich 15 % korrigiert).⁴¹ An dieser Stelle sollte keine historische Amnesie aufkommen. Eine Nachkorrektur der Haushaltszahlen sowie das Brechen der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sind auch Deutschland nicht fremd. Die Dimension in Griechenland war allerdings eine andere. Die korrigierten Zahlen bedeuteten, dass der zentrale griechische Staatshaushalt 2009 zu 50 Prozent mit neuen Schulden finanziert war. In Deutschland entspräche das einer Nettoneuverschuldung des Bundes von ca. 150 Milliarden Euro. Die Kettenreaktion an den Finanzmärkten war in gewisser Weise absehbar. Im Wege einer „self-fulfilling prophecy“ war die Kreditwürdigkeit Griechenlands bereits dahin, sobald sie nur in Frage stand. Nicht nur Griechenland, sondern auch weitere periphere EU-Staaten wie Spanien, Portugal, Irland und Zypern gerieten in finanzielle Probleme. Die inzwischen allseits bekannten Rettungsbemühungen (bilaterale Hilfen an Griechenland 2010⁴² und Irland 2011⁴³; Gründung

⁴¹ C. Herrmann, Legal aspects of the sovereign debt crisis, Hitotsubashi Journal of Law and Politics 2013 Vol 41, p. 26.

⁴² Commission, Report on the borrowing and lending activities of the EU in 2015, COM (2015) 375 final, S. 12, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/EN/1-2015-327-EN-F1-1.PDF> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

⁴³ Commission, Post-Programme Surveillance for Ireland, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/ireland/index_en.htm (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

EFSF⁴⁴, EFSM⁴⁵, ESM⁴⁶) setzten zunächst nur sehr schlep-
pend ein, wurden aber mittlerweile mit dem ESM durchaus in-
stitutionalisiert, wenn auch außerhalb des EU-Rechtsrahmens
strictu sensu.

5. Hintergründe

Was ist die Logik hinter diesem ganzen Prozess? Das Spiel „Reise nach Jerusalem“ dürfte allgemein bekannt sein. Im Grunde ist in den Jahren der Krise nichts anderes vonstatten gegangen. Die Finanzmarktteilnehmer liefen um die Stühle herum und eigentlich spielte die Musik konstant. Die Zäsur kam 2007/08. Plötzlich war klar, die Musik hört möglicherweise irgendwann doch einmal auf zu spielen und sei es nur, um die Platten zu wechseln. Die berechtigte Frage (um die sich jahrzehntelang niemand recht gekümmert hatte) war also: wie viele Stühle stehen dort eigentlich? Angesichts der Gesamtverschuldung der Eurozonenteilnehmerstaaten von etwa neun Billionen Euro, der ersten Rettungspakete für Griechenland und schließlich des Kapitalvolumens des EFSF von 750 Milliarden Euro, keimte der Verdacht, dass dies nicht ausreichen würde. Das echte Finanzmarktleben unterscheidet sich nicht wesentlich von dem uns allen bekannten Spiel. Die Knappheit führt dazu, dass alle sich um das noch Vorhandene scharen und langsa-

⁴⁴ EFSF, Key facts, <http://www.efsf.europa.eu/about/key-figures/index.htm> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

⁴⁵ Verordnung (EU) Nr. 407/2010 des Rates v. 11. Mai 2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus, ABl. L 118/1.

⁴⁶ ESM, Legal documents, <http://www.esm.europa.eu/about/legal-documents/index.htm> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016); siehe hierzu: C. Ohler, The European Stability Mechanism: The Long Road to Financial Stability in the Euro Area, 54 German Yearbook of International Law 2011, 47.

mer werden. Nun ist Stillstand oder gar ein „Run“ äußerst gefährlich, sowohl für die Finanzmärkte als auch die Realwirtschaft. Daher waren die Mitglieder der Eurozone bemüht, mit immer neuen und umfangreicheren Rettungspaketen, auch in Zusammenarbeit mit dem IWF, den Knappheitsorgen entgegenzuwirken. Das funktionierte leider nur bedingt oder nur sehr kurzfristig. Genau hier kommt die EZB ins Spiel. Schon seit 2008 setzte die Zentralbank die von ihr so bezeichneten „non standard“ oder „unconventional monetary policy measures“ ein.⁴⁷ Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass ein dem Ausnahmezustand angepasstes Spezialprogramm aufgelegt wurde, welches sich von den normalen Maßnahmen unterscheidet. Was aber ist das Normalprogramm der EZB-Geldpolitik?

6. Die „normale“ EZB-Geldpolitik

Finanzmarktteilnehmer benötigen Zentralbankgeld, damit sie zum einen ihre Verpflichtungen aus der Mindestreservspflicht erfüllen können, und zum anderen, um zahlungsfähig gegenüber anderen Banken zu sein. Im Inter-Bankengeschäft wird letztlich nur Zentralbankgeld gehandelt. Hierfür bietet die EZB den Finanzmarktteilnehmern Leihgeschäfte und Kredite an, um den jeweiligen Bedarf an Zentralbankgeld zu decken. Mithin können sich Banken Zentralbankgeld zum entsprechenden Refinanzierungssatz leihen, müssen aber die so getätigten Kreditgeschäfte zusätzlich absichern, indem sie zum Beispiel Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen usw. hinterlegen (vgl. Art. 18.1 ESZB-Satzung). Diese Geschäfte werden normalerweise kurzfristig getätigt (ein Monat, drei Monate, vielleicht ein-

⁴⁷ Vgl. EZB, Monetary policy decisions, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

mal sechs Monate). Ein weiteres Charakteristikum ist das begrenzte Volumen. Die EZB kündigt zwar im Vorhinein an, wieviel insgesamt verliehen wird, jedoch niemals so viel, um den gesamten Bedarf zu decken. Dies sichert die Abhängigkeit der Banken von der Zentralbank und damit den Einfluss auf die Zinsentwicklung ab.⁴⁸ Die restlichen Liquiditätsbedürfnisse sollen an sekundären Geldmärkten sowie durch Interbankenkredite gedeckt werden. Der allgemeine Zinsrahmen wird aber auf diese Weise von der EZB gesetzt.

7. Die „unkonventionelle“ EZB-Geldpolitik

Was passierte in der Krise? Die Anforderungen an den Sicherheitsrahmen wurden herabgesetzt, weil zum damaligen Zeitpunkt die Ratingagenturen sehr viele Finanzmarktpapiere neu bewerteten, sprich das Risiko höher gewichteten.⁴⁹ Das Rating für bestimmte Papiere wurde herabgesetzt; diese waren damit nicht mehr im vollen Umfang sicherheitsfähig bzw. wäre ein höherer Abschlag auf die Beleihbarkeit bei der EZB fällig gewesen, was die Refinanzierungsfähigkeit von Banken unmittelbar beeinträchtigt hätte. Deshalb wurde die Lockerung der Anforderungen an den Sicherheitsrahmen vorgenommen, um in einer Finanzkrise, die durch ein Liquiditätsdefizit gekennzeichnet ist, nicht noch weiter Öl ins Feuer zu gießen. Konkret bedeutet das, dass die EZB Sicherheiten angenommen hat, die unter normalen Bedingungen nicht sicherheitsfähig gewesen wären.

Weiterhin ist die EZB zu einer Politik der Vollzuteilung übergegangen. Vollzuteilung in diesem Sinne bedeutet, dass das zuvor erwähnte Charakteristikum der begrenzten Bereitstellung von Zentralbankgeld aufgegeben wurde. Unter der Prämisse hinreichender Absicherung bestimmt nun also der Bedarf der

⁴⁸ Hierzu Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 2016, S. 91 f.

⁴⁹ Vgl. EZB, Monatsbericht Juli 2013, S. 71 ff.

Banken, wieviel verliehen wird. Dahinter steht natürlich die Übernahme einer Art Geldmarkt-Ersatzfunktion, da der Geldmarkt während der Krise in hohem Maße gestört war. Der Interbankenverkehr war quasi zum Erliegen gekommen, weil das Vertrauen in der Ära „Post-Lehman Brothers“ fehlte. In dieser Ersatzfunktion hat die EZB weitere Instrumente entwickelt, um das Austrocknen der Märkte zu verhindern. Eines dieser Instrumente sind die sog. LTRO's (long term refinancing operations).⁵⁰ Diese ermöglichen es Banken, über einen (verlängerten) Zeitraum von bis zu drei Jahren gegen entsprechende Sicherheiten Geld zu leihen. Das vergleichsweise günstige Zentralbankgeld erlaubte es den Banken daher, z. B. italienische oder französische Staatsanleihen anzukaufen und damit eine relativ profitable Marge einzufahren. Im Volksmund wurden diese Geschäfte auch als sogenannte „Sarko trades“ bezeichnet, weil angeblich Herr Sarkozy sie erfunden hat. Auch hier war und ist Sinn und Zweck dieser Maßnahmen, den Teufelskreislauf zu durchbrechen, der in einer Finanzkrise häufig vorkommt: Banken machen Verluste und verlieren Eigenkapital. Gleichzeitig ist eine in Krisenzeiten beliebte regulatorische Gegenmaßnahme, die Eigenkapitalvorschriften zu verschärfen. Das Eigenkapitaldefizit wird folglich größer. Hinzu kommen weiterhin fallende Gewinne, welche wiederum fallende Aktienkurse nach sich ziehen. In dieser für Investoren äußerst unattraktiven Lage ist es wichtig, den Banken die Rekapitalisierung zu ermöglichen und den tiefen Fall zu verhindern. Ziel dieser Art

⁵⁰ EZB, Pressemitteilung v. 08.12.2011, ECB announces measures to support bank lending and money market activity, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html (zuletzt abgerufen am 16.08.2016). 2014 wurden dann auch sog. Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) durchgeführt, bei denen die Ausleihdauer an den seitens der Bank verfolgten Kreditzweck geknüpft wird, siehe http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html (letztmalig abgerufen am 29.09.2016).

geldpolitischer Maßnahmen ist somit die Unterstützung der Stabilität des Finanzsystems, indem sie den Banken erlauben, aus Eigengewinnen wieder Kapitalpuffer aufzubauen, die sie unbedingt brauchen.

Schon lange vor den umstrittenen Staatsanleihenankaufprogrammen hatte die EZB ein Ankaufprogramm für asset backed securities aufgelegt.⁵¹ Auch dieses fällt in den Bereich, der rechtlich sehr viel kritischer gesehen wird. Sowohl Ökonomen als auch Juristen sind sich über die zentralen Fragen hier nicht einig. Dennoch kann man die Reaktion hierauf noch als Verhalten bezeichnen im Vergleich zu dem, was dann kommen sollte.

8. SMP

An dem Maiwochenende 2010, an dem die Eurozone beschloss, Griechenland nicht pleitegehen zu lassen, sondern neue Kredite zu gewähren, hat dies auch bei der EZB zu Maßnahmen geführt, nämlich zum sogenannten Securities Markets Programme (SMP).⁵² Das SMP wurde hierauf zügig in einen Rechtsakt gegossen, der übrigens nach wie vor de jure gilt; de facto lässt die EZB das Programm allerdings seit Frühjahr 2012 ruhen.⁵³ Im Rahmen des SMP hat die EZB in der Folge Staatsanleihen von ausgewählten Euroteilnehmerländern auf dem Sekundärmarkt angekauft. Geldpolitischer Anlass war einmal mehr das „Austrocknen“ der Märkte. Während der kritischen

⁵¹ Das erste dieser Art war das „covered bond purchase programme“ (CBPP), EZB Beschluss v. 02.07.2009, (EZB/2009/16), ABI. L 175/18.

⁵² EZB Beschluss v. 14.05.2010, (EZB/2010/5), ABI. L 124/8.

⁵³ Vgl. EZB, Terminated programmes, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

Phase der Laufzeit des SMP betrug das Gesamtvolumen, welches die EZB investiert hatte, knapp 220 Milliarden Euro.⁵⁴ Mittlerweile hält die EZB nur noch Staatsanleihen, die im Rahmen des SMP erworben wurden, im Wert von 100 bis 110 Milliarden Euro.⁵⁵ Im Übrigen sah der Rechtsakt, der dem SMP zu Grunde lag, zwar keine Ankaufbegrenzung vor, wohl aber sollte die Grenze nach interner Beschlusslage der EZB bei ca. 10 Milliarden Euro pro Woche liegen. Diese Ziffer wurde jedoch nie öffentlich bestätigt. Unter dem Strich war das SMP für die EZB kein Verlustgeschäft. Ob damit auch Gewinne gemacht wurden, ist noch nicht ganz klar. In Anbetracht der Tatsache, dass die Staatsanleihen zu sehr günstigen Kursen erworben wurden und diese Anleihen bis zur Endfälligkeit gehalten werden, dürfte ein Gewinn äußerst wahrscheinlich sein. Teile dieser potentiellen bzw. bereits eingefahrenen Gewinne sind im Rahmen des zweiten Umschuldungspakets für Griechenland der griechischen Regierung direkt versprochen worden. Es handelt sich dabei um Gewinne aus griechischen Anleihen, die im Rahmen des SMP erworben wurden. Dabei soll der normale Verteilungsschlüssel für Gewinne des Eurosystems nicht zur Anwendung kommen (vgl. Art. 32 ESZB-Satzung), sondern die Gewinne direkt an die griechische Regierung ab- bzw. zurückgeführt werden – ein Vorgehen, welches wirtschaftlich wie moralisch einleuchtet, da es für die anderen Mitgliedstaaten unnötig ist, sich an der griechischen Malaise zu bereichern.

⁵⁴ EZB Pressemitteilung v. 21.02.2013, Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

⁵⁵ Vgl. EZB, Terminated programmes, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

9. OMT

Die kurzzeitig eingetretene Beruhigung der Lage war – wie schon so oft in dieser nunmehr jahrelangen Krise – nicht von Dauer. Bereits im Sommer 2012 begann die Krise wieder aufzuflackern und die spreads der Staatsanleihen, also die Renditeunterschiede, weiteten sich erneut in einem zusehends erheblichen Maße.⁵⁶ Zwar befand sich der ESM zu dieser Zeit bereits in der Gründung und auf Drängen der anderen Mitgliedstaaten wäre dieser auch zur direkten Rekapitalisierung von Banken einsetzbar, eine echte Schuldenvergemeinschaftung sowie Eurobonds sollte (und soll) es aber, insbesondere aus deutscher Sicht, nicht geben.

In diese Zeit fällt die berühmte Rede von EZB-Präsident Mario Draghi auf einer Investorenversammlung in London, wo er verkündete:

*“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”*⁵⁷

Daraufhin stellte die EZB das SMP ein und ersetzte es durch das outright monetary transactions programme. Der dazu nötige Rechtsakt wurde jedoch nie erlassen. Es blieb bei einer Pressemitteilung.⁵⁸

Die interessante Frage ist nun: Was hat Draghi hier gemacht? Zuvor diente das Beispiel der Reise nach Jerusalem dazu, die

⁵⁶ EZB Monatsbericht September 2012, S. 7.

⁵⁷ M. Draghi, remarks at the Global Investment Conference in London 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

⁵⁸ EZB Pressemitteilung v. 06.09.2012, Technical features of Outright Monetary Transactions.

Vorkommnisse zu erklären. Auch jetzt liefert es ein verständliches Bild von dem, was diese Aussage und die Ankündigung des Programms bezwecken sollten. Beides hatte ungefähr denselben Effekt, wie wenn jemand bei diesem Spiel auf einmal eine Schwingtür öffnen und auf einen ganzen Hörsaal voller Stühle zeigen würde, an dessen anderen Ende einige Schreinermeister gerade weitere Stühle schreinern. Warum war dies nötig? Normalerweise gilt der Grundsatz: Spekuliere niemals gegen die Zentralbank, denn eine Zentralbank hat am Ende immer mehr Geld. Hinzu kommt, dass jeder „normale“ Staat meist in seiner eigenen Währung verschuldet und gleichzeitig Herr über sein jeweiliges Zentralbankgesetz ist. Daher kann sich ein Staat wie Japan eine Verschuldung auf einem Niveau von 220 % des BSP leisten.⁵⁹ Im Zweifel ist Japan in der Lage, das Zentralbankgesetz zu ändern und die Zentralbank zum direkten Ankauf von Staatsanleihen zu verpflichten. Mithin sind in einem normalen staatlichen Währungssystem Staatsschuldtitel nahezu gleich sicher wie Bargeld (und zirkulieren ggfs. auch wie solches, wenn man entsprechende Staatsschuldverschreibungen in kleiner Stückelung ausgibt, sog. IOUs), weil der Staat in seiner eigenen Währung regelmäßig nicht pleitegehen wird.⁶⁰

Anders stellt sich die Lage als Mitglied einer Währungsunion, insbesondere der europäischen, dar.⁶¹ Sämtliche Eurozonenteilnehmerstaaten können weder die Kreation ihrer Währung kontrollieren, noch sind sie im Stande, das Zentralbankgesetz einseitig zu ändern. Ihre Situation kommt daher einer Verschul-

⁵⁹ Vgl. EZB Monatsbericht April 2012, S. 57.

⁶⁰ Etwas anderes kann gelten, wenn ein Staat über eine verfassungsrechtliche Verschuldungsgrenze verfügt, die nicht ohne Weiteres vom Gesetzgeber umgangen werden kann und dann tatsächlich effektiv die Aufnahme neuer Schulden verhindert, so dass aus diesem Grunde z.B. Altschulden nicht bedient werden können.

⁶¹ C. Herrmann, EuZW 2012, 805 (806).

derung in einer Fremdwährung gleich, u. a. auch weil die Bindung, die durch die europäische Integration mit den Verträgen erzeugt wird, viel strikter ist, als es die einer Verfassung jemals sein könnte.⁶² Das ist der fundamentale Unterschied, der bis zu dieser Krise offensichtlich viel zu wenig gewürdigt, geschweige denn verstanden wurde. Exemplarisch lässt sich das anhand der bisher geltenden Eigenkapitalunterlegungsvorschriften zeigen. Staatsanleihen genießen eine sogenannte Risikogewichtung von Null. Daher müssen Banken, die Staatstitel ihrer eigenen Heimatsstaaten halten, diese nicht mit Eigenkapital unterlegen. Diesbezüglich steht im Rahmen von Basel 3 eine anderung an, die mitten in einer Krise aber nicht durchführbar gewesen wäre. Ganz im Gegenteil wurde nach außen signalisiert, dass Staatsanleihen der Eurozonenteilnehmerstaaten weiterhin risikoarm seien. Dies stimmt, wie oben dargestellt, de facto nicht. Daran glaubt auf den Finanzmärkten wahrscheinlich auch niemand mehr. Vielmehr haben die Finanzmarktteilnehmer Draghis „whatever it takes“ richtig verstanden, nämlich dahingehend, dass die EZB im Falle eines panikartigen Ausverkaufs bestimmter Staatsanleihen einzelner Eurozonenteilnehmerstaaten nicht tatenlos zusehen würde, sondern ggf. selber Anleihen kaufen würde. Unter welchen Bedingungen und zu welchen Preisen dies geschehen würde, wurde nie kommuniziert. Die Lücke in der wahrungsrechtlichen Konstruktion – was geschieht bei einem „fire sale“ von Staatsanleihen – wurde hiermit aber geschlossen.

Mit einer Pressemitteilung unterlegt (technical features of outright monetary transactions), reichte die bloße Ankündigung des Programms aus, um die gewünschten Effekte zu erzielen.

⁶² Hierzu C. Herrmann, Auf der Suche nach dem Ariadnefaden: Von den rechtlichen Schwierigkeiten von Grexit und Graccident, Verfassungsblog 16.03.2015, <http://verfassungsblog.de/auf-der-suche-nach-dem-ariadnefaden-von-den-rechtlichen-schwierigkeiten-von-grexit-und-graccident/> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

Einiges deutet sogar darauf hin, dass das OMT-Programm so konstruiert worden ist, dass es niemals angewendet werden wird. Bestimmte Merkmale machen OMT in der Praxis quasi zum irrelevanten Instrument, z. B. die Bedingung, dass nur Staatsanleihen von Mitgliedstaaten für den Ankauf in Frage kommen, die schon an einem ESM-Hilfsprogramm teilnehmen. Die Pflege des Sekundärmarktes erscheint aber wenig sinnvoll zu einem Zeitpunkt, in dem ein solcher Staat wahrscheinlich ohnehin keine Finanzierung am Primärmarkt mehr sucht. Insgesamt stellt das OMT-Programm daher eine ultima ratio-Option dar. Vergleichbar mit einer nuklearen Option wurde OMT nicht entworfen, um eingesetzt zu werden, sondern dafür, nicht gebraucht zu werden. Die primäre Wirkung sollte vielmehr sein, die aus der Unsicherheit über die Möglichkeit eines panikartigen Anleihenverkaufs resultierenden Risikoaufschläge zu eliminieren, was auch faktisch gelungen ist.

Vor allem in Deutschland hat das Programm für Aufruhr gesorgt. Insbesondere die ex ante Unbegrenztheit sowie die Möglichkeit, die Anleihen bis zur Endfälligkeit zu halten und keinen preferred creditor status in Anspruch zu nehmen, hat für Unmut gesorgt. Nüchtern betrachtet macht es durchaus Sinn, keine Grenzen ex ante festzulegen, da hiergegen ansonsten spekuliert würde, wovon die Zentralbank die Märkte ja gerade mit der unbegrenzten monetären Feuerkraft abhalten wollte. Andererseits existiert aus rechtlicher Sicht kein preferred creditor status. Es gibt keine rechtliche Vorschrift, aus der die EZB ableiten könnte, dass sie bevorrechtigt bedient werden müsste – ein Gesichtspunkt, der im Übrigen auch Gegenstand von rechtlichen Verfahren im Zusammenhang mit der Griechenlandumschuldung war, weil die EZB damals ihre Wertpapiere gegen andere Wertpapiere, die nicht am Schuldenschnitt teilnehmen mussten, umgetauscht hat. Just gegen dieses Vorgehen richteten

sich ebenfalls – bislang erfolglose – Klagen.⁶³ Einmal mehr sollte man sich vergegenwärtigen, welchen Effekt ein preferred creditor status hätte: Je größer das Volumen der Staatsanleihenkäufe, desto weniger Anleihen verbleiben auf dem Markt, die nicht damit „behaftet“ sind. Der Druck auf diese Anleihen nähme folglich zu, da Anleihen ohne den preferred creditor status immer knapper würden und deren Ausfallrisiko gleichzeitig exorbitant anstiege. Es wäre also völlig kontraproduktiv, auf diese Weise vorzugehen. Im Prinzip würde ein solches Vorgehen lediglich Öl ins Feuer des fire sales gießen.

10. Quantitative Easing

Für die EZB sind SMP und OMT-Programm aber beinahe bereits Geschichte. Seit Anfang letzten Jahres wird u. a. mit Hilfe des PSPP, das Public sector purchase programme,⁶⁴ auch bekannt als quantitative easing, versucht, die Geldmenge auszuweiten, um die Inflationsrate tatsächlich mittelfristig wieder an nahe aber knapp unter 2 Prozent zu führen.

11. Zusammenfassung

In der Gesamtschau lässt sich konstatieren, dass ein Zusammenbruch des Finanzsystems verhindert worden ist. Ein Auseinanderbrechen der Eurozone ist bislang ebenso verhindert worden. Beides ist auf der Erfolgsseite zu verbuchen. Es gibt natürlich Stimmen, die dies anders sehen. Aber es liegt die Befürchtung nahe, dass ein Auseinanderbrechen der Eurozone

⁶³ EuG, Urt. v. 07.10.2015, Rs. T-79/13 (Accorinti u.a./EZB), ECLI:EU:T:2015:756.

⁶⁴ EZB, Beschluss v. 04.03.2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10), ABI. L 121/20.

ein zweiter Lehman-Moment gewesen wäre, nur in einer ganz anderen Größenordnung. Letztlich ist hier vieles Spekulation. Gewiss wäre das Auseinanderbrechen der Eurozone aber nicht spannungsfrei an den Finanzmärkten vorübergegangen. Die Zinsen befinden sich nach wie vor auf einem historischen Tiefstand, was nicht unmittelbar mit der Euro-Staatsschuldenkrise in Zusammenhang steht. Vielmehr rühren die niedrigen Zinsen von der wirtschaftlichen Stagnation in Teilen der Eurozone sowie vom weltweit extrem niedrigen Zinsniveau her. Momentan könnte die EZB wohl die Zinsen gar nicht signifikant anheben, selbst wenn sie dies wollte. Solange beispielsweise in den USA keine gleichwertige Anhebung vorgenommen würde, würde der Kapitalzufluss den Eurokurs derart in die Höhe treiben, dass selbst die zartesten Wachstumspflänzchen in der Eurozone wieder erstickt würden. Außerdem ist das Preisstabilitätsziel nach wie vor nicht – allerdings nach unten nicht – erreicht.⁶⁵ Die EZB hat 1998 unter der Führung von Ottmar Issing, damals Chefvolkswirt der EZB, festgelegt, dass Inflationsfreiheit nicht null Prozent Preissteigerung bedeutet, sondern unter aber nahe zwei Prozent Anstieg des HVPI per annum, und zwar im Durchschnitt der Eurozone und mittelfristig. Ähnliches hat die Bundesbank in den 1960er Jahren zur Inflation ebenfalls vertreten. Tatsächlich bewegt sich die Inflationsrate im Augenblick aber eher um die null Prozent und ist damit deutlich von den angestrebten zwei Prozent entfernt. Gleichzeitig bedeutet dies, dass in Teilen der Währungszone bereits Deflation vorherrscht, da die Rate immer nur ein Durchschnittswert ist. Weitere Nachteile einer null Prozent Preissteigerungsrate sind das Fehlen eines Indikators für technologische Fortschritte sowie von Messunsicherheitsbereichen.

⁶⁵ Vgl. EZB, Inflation dashboard, <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

Zudem ist „ein bisschen“ Inflation der „soziale Schmierstoff“ (Max Weber), der den Wirtschaftskreislauf begünstigt. Inflation ermöglicht es, Preisanpassungen an veränderte relative Knappheiten von Produktionsfaktoren ohne eine entsprechende nominale Lohnsenkung (oder anderweitige Preiskorrekturen) vorzunehmen. Indem die Reallöhne wegen ausbleibender Lohnsteigerungen bei Inflation relativ zu denen anderer Beschäftigtengruppen sinken, wird die relative Produktivität der verschiedenen Gruppen neu bewertet. Ohne Inflation ginge das nur über eine Senkung der Nominallöhne. In gewerkschaftlich organisierten Kontexten ist dies ein schier unmögliches Unterfangen, weil Arbeitnehmer außerhalb dramatischer Krisensituationen nicht bereit sind, nominal sinkende Löhne hinzunehmen. Der reale Verlust, welchen die Inflation erzeugt, wird hingegen hin- oder nicht einmal wirklich wahrgenommen. Letztlich ist dies nichts anderes als die bekannte Geldillusion. In diesem Zusammenhang bemerkenswert ist im Übrigen das Zitat von Bundesfinanzminister Schäuble, dass Nullprozentzins bei Nullprozentinflation nicht das Gleiche wie Dreiprozentzins bei Dreiprozentinflation sei.⁶⁶ Das ist eine Aussage, die selbstverständlich ökonomisch zweifelhaft ist, aber die Vorstellungen der Bevölkerung durchaus treffend einfängt. Es ist ein bisschen wie bei einem Fußballspiel: Wer sieht schon gerne ein 0:0? Bei einem 3:3 ist es jedoch meistens ein schönes Spiel gewesen.

Dies ist noch nicht das Ende der Geschichte. Die neueste Idee heißt „Helikoptergeld“. Vereinfacht ausgedrückt würde hiernach die Zentralbank jedem Bankkunden einen bestimmten Betrag gutschreiben. So verlockend diese Vorstellung auch sein mag, hier stößt die EZB vermutlich bilanztechnisch an ihre Grenzen.

⁶⁶ H. Göbel, FAZ, Geldpolitik der EZB, Schäuble will höhere Zinsen, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wolfgang-schaeuble-kirtisiert-mario-draghi-ezb-geldpolitik-14171118.html> (zuletzt abgerufen am 16.08.2016).

Bei 500 Euro pro Kopf müssten ca. 200 Milliarden Euro „geschöpft“ werden. Das geht bilanztechnisch wahrscheinlich nicht. Eine Bewertung als geldpolitisches Instrument im Sinne der EZB/ESZB-Satzung erscheint allerdings vertretbar, da die Motivation (Bekämpfung der Deflation) eine ausschließlich geldpolitische ist. Unabhängig davon, ob Helikoptergeld reine Utopie oder doch eine veritable Möglichkeit darstellt, wird es aller Voraussicht nach auf Grund der bilanztechnischen Probleme keine Realität werden. Es darf überdies bezweifelt werden, ob innerhalb der EZB jemals ernsthaft darüber nachgedacht wurde.

IV. Schluss

Was bleibt? Die Befürworter der zahlreichen Verfahren gegen die kontroversen geldpolitischen Maßnahmen der EZB proklamieren für sich, allein sie hätten es vermocht, dass die EZB nun rechtliche Schranken ihrer Politik akzeptiere und dass eine gerichtliche Kontrolle darüber installiert sei – wenn auch im Ergebnis aus Sicht der Kritiker zu schwach. Dass allerdings die EZB keiner gerichtlichen Kontrolle unterliege, hatte auch niemand jemals behauptet – dafür sind die Verträge hier viel zu eindeutig (s. insb. Art. 35 EZB-Satzung). Begrüßenswert ist jedenfalls, dass die materiell-inhaltlichen Fragen nun als weitgehend geklärt angesehen werden. Weitere Erkenntnisse sind von noch ausstehenden Entscheidungen kaum zu erwarten.

Der weiteren Präzisierung bedarf allerdings die vom BVerfG postulierte Integrationsverantwortung der obersten Bundesorgane im Zusammenhang mit möglichen ultra-vires-Akten von Unionsorganen. Möglicherweise wird diese schon bald in Entscheidungen zur gemeinsamen Handelspolitik der EU (Stichwort CETA) vorgenommen, die sich anschickt, die Geldpolitik als Hauptkampfarena abzulösen.

Das Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier hat die wissenschaftliche Forschung und Beratung auf Gebieten der Rechtspolitik sowie die systematische Erfassung wesentlicher rechtspolitischer Themen im In- und Ausland zur Aufgabe. Es wurde im Januar 2000 gegründet.

In der Schriftenreihe Rechtspolitisches Forum veröffentlicht das Institut für Rechtspolitik Ansätze und Ergebnisse national wie international orientierter rechtspolitischer Forschung, die als Quelle für weitere Anregungen und Entwicklungen auf diesem Gebiet dienen mögen.

Das Rechtspolitische Forum erscheint mehrmals jährlich. Publikationen dieser Reihe können gegen Entrichtung einer Schutzgebühr beim Institut für Rechtspolitik erworben werden.

Eine Übersicht aller Publikationen des Instituts für Rechtspolitik steht im Internet unter www.irp.uni-trier.de zur Verfügung.

Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier

D-54286 Trier
Telefon: +49 (0)651 201-3443
Telefax: +49 (0)651 201-3448
E-Mail: irpsek@uni-trier.de
Internet: www.irp.uni-trier.de

Verfassungsrechtliche Grenzen der EZB-Politik

Eine unabhängige Zentralbank auf europäischer Ebene war immer ein besonders deutsches Petitum. Seit 2010 ist die Unzufriedenheit mit der Geldpolitik der EZB jedoch gerade in Deutschland beständig gewachsen. Mit dem OMT-Programm vom September 2012 hat die EZB aus Sicht vieler Beobachter die Grenzen zulässiger Geldpolitik überschritten. Das Bundesverfassungsgericht hatte in seiner historischen ersten Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union diese Auffassung geteilt; der Gerichtshof ist ihm aber nicht gefolgt und hat im Juni 2015 das OMT-Programm für europarechtskonform erachtet. Der vorliegende Beitrag – der auf einem Vortrag vor der abschließenden Bundesverfassungsgerichtsentscheidung beruhte – ordnet die Rechtsfragen des Verfahrens europarechtlich und verfassungsrechtlich ein. Die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 21.06.2016 wird dabei punktuell noch berücksichtigt.

Der Verfasser erläutert zunächst die für die Tätigkeit der EZB und ihre Aufgabe der Geldpolitik bestehenden europa- und verfassungsrechtlichen Rahmenbedingungen. Sodann stellt er die durch die Rechtsprechung des BVerfG entwickelten verfassungsrechtlichen Kontrollmaßstäbe dar, die zu einer Verschränkung der beiden Rechtsebenen führen können und eine Kontrolle der europäischen Integration durch das BVerfG ermöglichen. Schließlich widmet sich die Abhandlung dem durch die globale Finanzkrise seit den Jahren 2007/2008 und die sich hieran anschließende EURO-Staatsschuldenkrise eingetretenen Wandel der Geldpolitik insbesondere den von der EZB als Reaktion auf die anhaltende Krise eingesetzten „unconventional monetary policy measures“ und den hierzu bisher anhängigen Verfahren auf europäischer und nationaler Ebene. Ein besonderer Fokus liegt hierbei freilich auf dem OMT-Programm.