



Ausarbeitung

Der Ankauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank

Der Ankauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank

Aktenzeichen: WD 11 – 3000 – 121/11
Abschluss der Arbeit: 24. August 2011
Fachbereich: WD 11: Europa

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	4
2.	Aufgaben, Struktur und Organisation der Europäischen Zentralbank	4
3.	Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank	5
4.	Rechtsgrundlage der Europäischen Zentralbank zum Kauf von Staatsanleihen	5
5.	Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB mit Art. 123 AEUV	6
5.1.	Norminhalt	6
5.2.	Reichweite des Verbots	6
5.2.1.	Verbot des direkten Zentralbankkredits	7
5.2.2.	Verbot des unmittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln	7
5.3.	Die Vorgehensweise der EZB	7
5.3.1.	Zulässigkeit des mittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln am Sekundärmarkt	7
5.3.2.	Intervention der Europäischen Zentralbank als mittelbarer Erwerb	8
5.3.3.	Ausschluss einer Umgehungsabsicht	8
5.4.	Ergebnis	9
6.	Vereinbarkeit mit der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken	9
6.1.	Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen mit Art. 18 EZB-Satzung	9
6.2.	Ergebnis	11
7.	Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB mit Art. 127 AEUV	11
7.1.	Wesentlicher Norminhalt des Art. 127 AEUV	11
7.2.	Konsequenzen aus den Vorgaben von Art. 127 AEUV für den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB	12
7.3.	Meinungsstand	12

1. Einleitung

Der **Erwerb von Staatsanleihen**¹ bildet neben Zinssenkungen und den erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe den **dritten Baustein** der in **Reaktion auf die Finanzkrise** von der Europäischen Zentralbank (EZB) getroffenen Maßnahmen.² Ausgangspunkt für den Ankauf der Anleihen war das am 10. Mai 2010 vom Rat der EZB beschlossene „**Programm für die Wertpapiermärkte**“.³ Die EZB verfolgt hiermit das Ziel, den starken Spannungen insbesondere an den Märkten für Staatsanleihen entgegenzuwirken und die Durchführbarkeit der auf mittelfristige Preisstabilität gerichteten Geldpolitik zu sichern.

Bis zum Ende des Jahres 2010 hat die EZB **Staatsanleihen** im Gesamtwert von 73,5 Milliarden Euro durch entsprechende Ankäufe am Sekundärmarkt erworben.⁴ Die aufgekauften Staatsanleihen sind primär Staatstitel der angeschlagenen **PIIGS-Staaten** (Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien). Nach Auskunft des ehemaligen Chefvolkswirts der EZB, Ottmar Issing, habe sich die EZB unter dem Druck der Verhältnisse zu dieser Maßnahme bereitgefunden. Ferner begründe die EZB ihre Intervention damit, dass gegenwärtig die Märkte gestört seien und dadurch die Effektivität der Geldpolitik untergraben werde.⁵

Auf die Ermächtigungsgrundlage der EZB zum Ankauf von Staatsanleihen und die Vereinbarkeit des Staatsanleihekaufs mit Unionsrecht soll im Folgenden näher eingegangen werden. Zum besseren Verständnis wird der Untersuchung ein knapper Abriss der Aufgaben, Struktur, Organisation und Unabhängigkeit der EZB vorangestellt.

2. Aufgaben, Struktur und Organisation der Europäischen Zentralbank

Nach Art. 13 Abs. 1 EUV ist die EZB ein **Organ der EU**. Trotz ihrer Organstellung werden die Rechtsakte der EZB jedoch nicht der EU zugerechnet, sondern unmittelbar der EZB selbst.⁶

-
- 1 Staatsanleihen sind von Bund, Ländern oder fremden Staaten ausgegebene Schuldverschreibungen, Definition entnommen aus Gabler, Wirtschaftslexikon, online abrufbar unter <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/5000/staatsanleihe-v6.html> (Stand 22.8.11).
 - 2 EZB-Monatsbericht Oktober 2010, S. 63 ff, online abrufbar unter http://www.bundesbank.de/download/ezb/monatsberichte/2010/201010.mb_ezb_final.pdf (Stand 22.8.11).
 - 3 Siehe Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. Mai 2010 zur Einführung eines Programms für die Wertpapiermärkte, EZB/2010/5, ABl. 2010 Nr. L 124, S.8 (konsolidierte Fassung), online abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2010D0005:20100521:DE:PDF> (Stand: 22.8.11). Art. 1 des Beschlusses EZB/2010/5 in der konsolidierten Fassung vom 21. Mai 2010 lautet: „Gemäß den Bestimmungen dieses Beschlusses können die Zentralbanken des Eurosystems a) zulässige **marktfähige Schuldtitel**, die **von Zentralstaaten oder öffentlichen Stellen der Mitgliedstaaten**, deren Währung der Euro ist, begeben werden, **auf dem Sekundärmarkt ankaufen** [...]“
 - 4 Meyer, Unabhängigkeit und Legitimität der EZB im Rahmen der Staatsschuldenkrise, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2011, S. 128.
 - 5 Vgl. Ruckriegel, Das Verhalten der EZB während der Finanzkrise(n), in: Wirtschaftsdienst 2011/2, S. 112.
 - 6 Haratsch/Koenig/Pechstein, Europarecht, 7. Auflage 2010, Rn. 305.

Die EZB verfügt gemäß Art. 282 Abs. 3 AEUV über eine **eigene Rechtspersönlichkeit** und betreibt zusammen mit den nationalen Zentralbanken die **Währungspolitik der Union**, Art. 282 Abs. 1 S. 2 AEUV. Um all diese Institutionen in die gemeinsame Währungspolitik einzubinden wurde am 1. Juli 1998 das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) errichtet. Die **Aufgaben** des ESZB (einschließlich der EZB) bestehen nach Art. 127 AEUV insbesondere darin, die **Geldpolitik der EU** festzulegen und auszuführen, **Devisengeschäfte durchzuführen** sowie die **Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu verwalten**.⁷

Die EZB wie auch das ESZB wird vom **EZB-Rat** geleitet und von einem **EZB-Direktorium** verwaltet. Das Direktorium besteht gemäß Art. 283 Abs. 2 AEUV aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und weiteren vier Mitgliedern; diese werden für die Dauer von acht Jahren vom Europäischen Rat ernannt. Der EZB-Rat besteht nach Art. 283 Abs. 1 AEUV aus den Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Eurozone.

3. Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank

Vorrangiges **Ziel des ESZB** ist die Sicherstellung von **Preisstabilität** in der Europäischen Union, Art. 127 AEUV. Zu diesem Zweck ist es erforderlich, dass das ESZB und insbesondere die EZB von den politischen Führern in der EU und in den Mitgliedstaaten unabhängig ist.⁸ Art. 130 AEUV normiert daher, dass weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane bei der Wahrnehmung der durch die Verträge und die Satzung des ESZB und der EZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten sowie Weisungen von Organen, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der EU, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen darf.

Ein Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB kann daher nicht auf Ermächtigungen der Mitgliedstaaten zurückgehen, sondern gilt stets als eine autonome Handlung der EZB bzw. des ESZB.

4. Rechtsgrundlage der Europäischen Zentralbank zum Kauf von Staatsanleihen

Der EZB-Rat beschloss am 10. Mai 2010 die Zentralbanken des Eurosystems (hierzu gehört auch die EZB selbst) dazu zu ermächtigen, Staatsanleihen der Mitgliedstaaten der Eurozone auf dem Sekundärmarkt ankaufen zu können (s.o.). Als Rechtsgrundlagen werden im EZB-Ratsbeschluss insbesondere Art. 127 Abs. 2 AEUV sowie Art. 18.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB (ESZB-Satzung) angeführt.⁹

Nachfolgend (Punkt 5) wird zunächst untersucht, ob die Maßnahme der EZB mit Art. 123 AEUV vereinbar ist. Im Anschluss (Punkte 6-7) erfolgt die Prüfung der Rechtmäßigkeit des Ankaufs von Staatsanleihen nach Art. 18.1 der ESZB-Satzung und Art. 127 AEUV.

7 Bieber/Epiney/Haag, Die Europäische Union, Europarecht und Politik, 9. Auflage 2011, § 4 Rn. 89.

8 Frenz, Handbuch Europarecht, Band 6: Institutionen und Politiken, Rn. 1441.

9 Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. Mai 2010 zur Einführung eines Programms für die Wertpapiermärkte, EZB/2010/5, ABl. 2010 Nr. L 124, S.8 (konsolidierte Fassung), online abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2010D0005:20100521:DE:PDF> (Stand: 24.8.11).

5. Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB mit Art. 123 AEUV¹⁰

5.1. Norminhalt

Nach der Verbotsnorm des Art. 123 AEUV ist es weder der EZB noch den nationalen Zentralbanken gestattet, der EU oder den Mitgliedstaaten *direkte* Kredite zu gewähren oder deren Schuldtitel *unmittelbar* zu erwerben (monetäre Haushaltsfinanzierung). Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass sich die EU oder die Mitgliedstaaten nicht über die EZB oder die jeweilige nationale Zentralbank zu deren – im Vergleich zu den Kapitalmärkten günstigeren – Bedingungen refinanzieren können, sondern stattdessen ihren Kapitalbedarf unter den geltenden Bedingungen der Finanzmärkte decken. Die Möglichkeit eines Mitgliedstaates, sich unter Umgehung der Kapitalmärkte, bei einer Zentralbank – der EZB oder der nationalen Zentralbank – zu refinanzieren, könnte sich andernfalls inflationsfördernd auswirken. Wäre z. B. die EZB vertraglich verpflichtet, den Mitgliedstaaten und Organen der EU unbegrenzt Kredite zu gewähren, geriete diese Geldmengenkomponente aus ihrem Kontrollbereich.¹¹ Über die Höhe der monetären Basis würde die mitgliedstaatliche Budgetgestaltung entscheiden.

Durch das Verbot der monetären Finanzierung durch die Zentralbanken wird der öffentliche Sektor zu einer Kreditfinanzierung an den Kapitalmärkten gezwungen. Unsolide Haushaltsführung wird dort mit Zinsaufschlägen quittiert.¹² Das Verbot gemäß Art. 123 AEUV soll damit die Bemühungen um eine solide Haushaltspolitik fördern.

5.2. Reichweite des Verbots

Das Verbot bezieht sich auf zwei Aspekte: die **direkten Zentralbankkredite** und der **unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln** durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken. Die einzelnen Tatbestandsmerkmale des Art. 123 AEUV werden durch die Verordnung (EG) Nr. 3603/93¹³ (Verordnung 3603/93) inhaltlich konkretisiert.

10 Die Ausführungen zu Art. 123 AEUV entstammen zu wesentlichen Teilen dem Sachstand WD 11 – 3000 – 120/10, Maßnahmen der Europäischen Zentralbank zur Bekämpfung der Spannungen an den Finanzmärkte, von Olaf Zehnfund, M.A. / Lena Sinn vom 19. Mai 2010.

11 Vgl. Gaitanides, Das Recht der Europäischen Zentralbank, Tübingen 2005, S. 98; Kempen, in: Streinz (Hrsg.), EUV/EGV, 1. Auflage 2003, Art. 101 EGV Rn. 1.

12 Häde, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), Kommentar zu EU-Vertrag und EG-Vertrag, 2. Aufl., 2002, Art. 101 EGV, Rn. 5.

13 VO (EG) Nr. 3603/93 des Rates vom 13. Dezember 1993 zur Festlegung der Begriffsbestimmungen für die Anwendung der in Art. 104 und 104b Abs. 1 des Vertrages vorgesehenen Verbote, abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993R3603:DE:HTML> (Stand: 24.8.11). Der Wechsel der Rechtsgrundlage von Art. 101 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EGV) zu Art. 123 AEUV hat nicht zur Unwirksamkeit der Verordnung 3603/93 geführt. Sie hat vielmehr auch Relevanz für die Auslegung des Art. 123 AEUV.

5.2.1. Verbot des direkten Zentralbankkredits

Art. 123 Abs. 1 Alt. 1 AEUV verbietet Überziehungs- und andere Kreditfazilitäten bei der EZB und den Zentralbanken der Mitgliedstaaten für die dort genannten Schuldner des öffentlichen Sektors. Das Verbot richtet sich an Gläubiger und Schuldner gleichermaßen.¹⁴ Eine Ausnahme gilt nach Art. 123 Abs. 2 AEUV nur für die Kreditinstitute im öffentlichen Eigentum. Diese sollen bei der Bereitstellung von Zentralbankkrediten wie private Kreditinstitute behandelt werden.

Definiert wird eine „Überziehungsfazität“ als „jede Bereitstellung von Mitteln zugunsten des öffentlichen Sektors, deren Verbuchung einen Negativsaldo ergibt oder ergeben könnte“ (Art. 1 Abs. 1 lit. a der Verordnung 3603/93).

Als „andere Kreditfazilität“ wird grundsätzlich jede andere bestehende Forderung, „jede Finanzierung von Verbindlichkeiten des öffentlichen Sektors gegenüber Dritten“ und „jede Transaktion mit dem öffentlichen Sektor, die zu einer Forderung an diesen führt oder führen könnte“ bezeichnet (Art. 1 Abs. 1 lit. b der Verordnung 3603/93).

5.2.2. Verbot des unmittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln

Nach Art. 123 Abs. 1 Alt. 2 AEUV ist auch der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln der in der Vorschrift genannten öffentlichen Stellen durch die Zentralbanken untersagt, d. h. der Kauf staatlicher Wertpapiere direkt vom Emittenten am sog. Primärmarkt.¹⁵ Diese Regelung macht deutlich, dass jede Form der Finanzierung der öffentlichen Haushalte durch die EZB und die nationalen Zentralbanken ausgeschlossen sein soll.¹⁶ Würde die EZB direkt Schuldverschreibungen von den Mitgliedstaaten übernehmen, käme dies einer direkten Kreditgewährung gleich.¹⁷

5.3. Die Vorgehensweise der EZB

Die zu den von der EZB beschlossenen Maßnahmen gehörende Intervention an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet durch den Ankauf von Staatsanleihen von Mitgliedstaaten der EU ist an der Verbotsbestimmung des Art. 123 Abs. 1 Alt. 2 AEUV zu messen. Fraglich ist, ob ein Verstoß gegen das Verbot des unmittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln vorliegt.

5.3.1. Zulässigkeit des mittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln am Sekundärmarkt

Nach dem Wortlaut des Art. 123 Abs. 1 AEUV bezieht sich das Verbot im Hinblick auf Schuldtitel nur auf den **unmittelbaren** Erwerb. Der **mittelbare Erwerb an den Kapitalmärkten bleibt zu-**

14 Kempen, in: Streinz (Hrsg.), EUV/EGV, 1. Auflage 2003, Art. 101 EGV Rn. 2.

15 Bandilla, in Grabitz /Hilf, Das Recht der Europäischen Union, Kommentar, Bd. II, München, 40. Erglfg. – Stand: Oktober 2009, Art. 101 EGV Rn. 5.

16 Gaitanides, Das Recht der Europäischen Zentralbank, Tübingen 2005, S. 101; Häde, Ulrich, in: Callies /Ruffert (Hrsg.), Kommentar zu EU-Vertrag und EG-Vertrag, 2. Aufl., 2002, Art. 101 EGV, Rn. 12.

17 Gaitanides, Das Recht der Europäischen Zentralbank, Tübingen 2005, S. 101.

lässig.¹⁸ Danach dürfen die Zentralbanken entsprechende Titel für eigene Rechnung jederzeit auf dem **Sekundärmarkt** für Staatspapiere kaufen.

Ziel dieser Regelung ist es, das traditionelle geldpolitische Instrument der Offenmarktpolitik zu bewahren, bei der die Zentralbankgeldmenge durch den Kauf oder Verkauf staatlicher Schuldtitel auf den Wertpapiermärkten reguliert wird.¹⁹

Darüber hinaus werden durch derartige Käufe am Sekundärmarkt weder die Flexibilität der Notenbankbilanz eingeschränkt, noch führen Sekundärmarktkäufe zu einer direkten Finanzierungsbeziehung zwischen dem öffentlichen Sektor und den Zentralbanken.²⁰ Das Verbot des Art. 123 Abs. 1 Alt. 2 AEUV erfasst somit lediglich den Ankauf staatlicher Wertpapiere am Primärmarkt.

5.3.2. Intervention der Europäischen Zentralbank als mittelbarer Erwerb

Im Rahmen der Intervention der EZB an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet hat die EZB Staatsanleihen nicht direkt von den öffentlichen Emittenten sondern mittelbar am Kapitalmarkt angekauft. Damit fällt dieser Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB nicht unter den Tatbestand des unmittelbaren Erwerbs; es handelt sich um einen Ankauf von Titeln auf dem Sekundärmarkt für Staatspapiere.

5.3.3. Ausschluss einer Umgehungsabsicht

Dass diese Vorgehensweise gleichwohl nicht zu einer Umgehung des Verbots gem. Art. 123 Abs. 1 AEUV führen darf, stellt der **7. Erwägungsgrund der Verordnung (EG) Nr. 3603/93** klar, der geeignete Maßnahmen fordert, damit insbesondere das mit den monetären Finanzierungsverboten des öffentlichen Sektors verbundene Ziel **nicht durch den Erwerb auf dem Sekundärmarkt umgangen** wird.²¹

Eine Umgehungsabsicht der EZB kommt aber bereits angesichts der Zielsetzung ihrer Marktintervention nicht in Betracht. Der Ankauf von Staatsanleihen war darauf gerichtet, festgestellte Beeinträchtigungen an den Wertpapiermärkten zu beheben und einen angemessenen geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen, der die Durchführbarkeit der Geldpolitik der EZB

18 Kempfen, in: Streinz, Rudolf, EUV/EGV, München 2003, Art. 101 EGV Rn. 5; Häde, in: Calliess /Ruffert (Hrsg.), Kommentar zu EU-Vertrag und EG-Vertrag, 3. Aufl., 2007, Art. 101 EGV, Rn. 12.

19 Gaitanides, Das Recht der Europäischen Zentralbank, Tübingen 2005, S. 102.

20 Gnan, in: von der Groeben/Schwarze – Kommentar zum EU-/EG-Vertrag, 3. Auflage, 2003, Art. 101 EGV, Rn. 35.

21 Vgl. auch Bandilla, in: Grabitz/Hilf, Art. 101 EGV Rn. 5. Die Ansicht, dass die EZB mit dem Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt das Verbot des Art. 123 Abs. 1 AEUV in unzulässiger Weise umgeht, wird etwa vertreten von Meyer, Unabhängigkeit und Legitimität der EZB im Rahmen der Staatsschuldenkrise, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2011, S. 130; Kerber, Der Verfassungsstaat ist ohne Alternative, Die Verfassungsbeschwerden gegen den Eurostabilisierungsmechanismus sowie gegen die Griechenland-Hilfe, S. 73. Kein Verstoß gegen Art. 123 AEUV wird angenommen von Herrmann, EZB-Programm für die Kapitalmärkte verstößt nicht gegen die Verträge – Erwiderung auf Martin Seidel, EuZW 2010, 521, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2010, S. 646; Mayer, Michael, Die gegenwärtige und künftige Rolle der Europäischen Zentralbank bei der Verhütung und Bewältigung von Finanzkrisen, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2011, S. 29.

sichert.²² Das Ziel bestand gerade nicht in der Übernahme von Schuldverschreibungen von Mitgliedstaaten zum Zwecke der Finanzierung ihrer Staatshaushalte, die der Regelungsabsicht des Art. 123 Abs. 1 Alt. 2 AEUV zuwiderliefe.

5.4. Ergebnis

Somit steht das Verbot des Art. 123 Abs. 1 Alt. 2 AEUV den Interventionen der EZB an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen durch den Ankauf von Staatsanleihen von EU-Mitgliedstaaten nicht entgegen.²³

6. Vereinbarkeit mit der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken

Im Folgenden wird weiter untersucht, ob der Erwerb der Staatsanleihen durch die EZB mit der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB²⁴ (ESZB-Satzung) vereinbar ist.

6.1. Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen mit Art. 18 EZB-Satzung

Maßgebliche Vorschrift für die Beurteilung der aufgeworfenen Frage ist **Art. 18 ESZB-Satzung**:

Artikel 18 ESZB-Satzung – Offenmarkt- und Kreditgeschäfte

18.1. *Zur Erreichung der Ziele des ESZB und zur Erfüllung seiner Aufgaben können die EZB und die nationalen Zentralbanken*

— auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie auf Euro oder sonstige Währungen lautende Forderungen und börsengängige Wertpapiere sowie Edelmetalle endgültig (per Kasse oder Termin) oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kaufen und verkaufen oder entsprechende Darlehensgeschäfte tätigen;

— Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern abschließen, wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu stellen sind.

18.2. *Die EZB stellt allgemeine Grundsätze für ihre eigenen Offenmarkt- und Kreditgeschäfte und die der nationalen Zentralbanken auf; hierzu gehören auch die Grundsätze*

22 Siehe Erwägungsgründe 2 und 3 des Beschlusses der Europäischen Zentralbank vom 14. Mai 2010 zur Einführung eines Programms für die Wertpapiermärkte, EZB/2010/5, ABl. 2010 Nr. L 124, S.8, online abrufbar unter http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_12420100520de00080009.pdf (Stand: 24.8.11).

23 „Dass Griechenland seine Staatsanleihen auf dem Umweg über seine Banken an die Zentralbank verkauft hat, war erlaubt, weil es nicht verboten war“, Sinn /Carstensen, Ein Krisenmechanismus für die Eurozone, in: ifo Schnelldienst Sonderausgabe vom 23. November 2010. Die Autoren plädieren im weiteren Verlauf ihres Beitrags dafür, aufgrund dieser Rechtslage einen Passus in die EU-Verträge einzubringen, der es der EZB erschweren soll, Staatsanleihen ohne Rücksicht auf ihre Bonität auf mittelbarem Wege frei erwerben zu können.

24 Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB, ABl. C 115 vom 9.5.2008, S. 230, online abrufbar unter http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/de_statute_from_c_11520080509de02010328.pdf (Stand: 24.8.11). Die Satzung der EZB steht im gleichen Rang wie die EU-Verträge.

für die Bekanntmachung der Bedingungen, zu denen sie bereit sind, derartige Geschäfte abzuschließen.

Artikel 18 ESZB-Satzung regelt die **sog. Offenmarkt- und Kreditgeschäfte**²⁵. Danach ist es der EZB zur Erreichung ihrer Ziele und zur Erfüllung ihrer Aufgaben²⁶ unter anderem gestattet, durch den Kauf und Verkauf von **börsengängigen** Wertpapieren auf den Finanzmärkten tätig zu werden.

In Betracht kommt, die durch die EZB am Finanzmarkt erworbene Staatsanleihen unter den von Artikel 18.1 1. Spiegelstrich ESZB-Satzung verwendeten Begriff der **börsengängigen Wertpapiere** zu fassen. Der Terminus „**börsengängige Wertpapiere**“ ist **weit auszulegen** und umfasst **alle Vermögenswerte, die auf den Finanzmärkten gehandelt werden**.²⁷ Die deutsche Sprachfassung wurde insoweit im Vergleich zur englischen (*marketable instruments*) bzw. französischen Fassung (*titres négociables*) sehr eng gefasst.²⁸ Das Attribut der Börsengängigkeit fordert in diesem Zusammenhang lediglich, dass die Wertpapiere an einem geregelten Markt im Sinne der Richtlinie 2004/39/EG²⁹ zum Handel zugelassen sind. Nicht notwendig ist der tatsächliche liquide Handel der Wertpapiere.³⁰

Staatsanleihen sind festverzinsliche **Wertpapiere**, mit denen sich ihr Emittent (die öffentliche Hand) am **Kapitalmarkt** Geld leihen kann. Wie Aktien werden auch Staatsanleihen an der Börse zugelassen und gehandelt. Sie können daher als **börsengängig** bezeichnet werden.³¹

-
- 25 Das Eurosystem verfügt über fünf Instrumente zur Durchführung von Offenmarktgeschäften: befristete und endgültige Transaktionen, Schuldverschreibungen, Devisenwapgeschäfte sowie die Hereinnahme von Termineinlagen. Auf diese Art ist es der EZB und den nationalen Zentralbanken möglich, den Geldmarkt indirekt, d.h. ohne administrative Kontrollen oder Restriktionen, zu steuern. Allein den Marktteilnehmern ist überlassen, auf gesetzte finanzielle Anreize zu reagieren.
- 26 Die Ziele der EZB sind in Artikel 2 EZB-Satzung niedergelegt; zu ihren Aufgaben siehe Artikel 3 EZB-Satzung.
- 27 Weenink, in: von der Groeben/Schwarze (Hrsg.), Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, 6. Auflage 2003, Art. 18 Protokoll (Nr. 18) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, Rn. 1 ff. (die Kommentierung bezieht sich auf die verangegangene Fassung des Art. 18 EZB-Protokoll, der Wortlaut der vorliegend relevanten Passagen des Art. 18 wurde blieb jedoch unverändert).
- 28 Mayer, Die gegenwärtige und künftige Rolle der Europäischen Zentralbank bei der Verhütung und Bewältigung von Finanzkrisen, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2011, S. 29.
- 29 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, online abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0001:DE:PDF> (Stand: 24.8.11).
- 30 Herrmann, EZB-Programm für die Kapitalmärkte verstößt nicht gegen die Verträge – Erwiderung auf Martin Seidel, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2010, S. 646.
- 31 Gekauft wird nicht eine bestimmte Stückzahl einer Anleihe, sondern ein bestimmter Nominalbetrag. Bei festverzinslichen Anleihen bleibt die Verzinsung während der gesamten Laufzeit konstant, bei variabel verzinslichen Anleihen wird sie periodisch gemäß den Anleihebedingungen angepasst. Am Ende der Laufzeit werden die Anleihen in der Regel vollständig zurückgezahlt.

Der **Ankauf einer Staatsanleihe** durch die EZB ist somit als **Kauf eines börsengängigen Wertpapiers** vom Regelungsgehalt des Art. 18.1 ESZB-Satzung umfasst.

6.2. Ergebnis

Der **Staatsanleihekauf der EZB** am Sekundärmarkt ist nach Artikel 18.1 1. Spiegelstrich ESZB-Satzung **zulässig**.

7. Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB mit Art. 127 AEUV

7.1. Wesentlicher Norminhalt des Art. 127 AEUV

In Art. 127 AEUV werden die grundlegenden Aufgaben und Ziele des ESZB festgelegt. Nach **Art. 127 Abs. 1 AEUV** wird die **Gewährleistung von Preisstabilität** als das vorrangige Ziel des ESZB festgelegt. Aufgrund des Verweises auf die Grundsätze des Art. 119 AEUV wird das ESZB in Art. 127 Abs. 1 AEUV gleichzeitig verpflichtet, die Grundsätze der liberalen europäischen Wirtschaftsverfassung zu achten.³²

Das Hinwirken auf Preisstabilität muss trotz seiner herausragenden Gewichtung auch mit entgegenstehenden Zielen der EU, wie etwa der Sicherstellung eines hohen Beschäftigungsniveaus, in Einklang gebracht werden und kann daher nicht im Sinne einer strikten Nullinflation verstanden werden.³³ Dem Begriff der Preisstabilität ist daher ein gewisser Beurteilungsspielraum und bezüglich der Erreichung der Zielsetzung ein Einschätzungs- und Prognosespielraum beizumessen.³⁴ Der EZB-Rat hat in eigener Definition des Begriffs Preisstabilität zuletzt am 3. Mai 2003 festgelegt, dass „mittelfristig eine Preissteigerungsgrenze von nahe 2%“ beibehalten werden solle.³⁵

In **Art. 127 Abs. 2 AEUV** werden dem ESZB **vier grundlegende Aufgabenbereiche** zugewiesen. Eine nähere Präzisierung der Aufgaben nach Abs. 2 erfolgt in der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (siehe oben unter Punkt 3), die neben einer Wiederholung der relevanten Regelungen des AEUV auch alle tendenziell technischen und detaillierteren Bestimmungen enthält.³⁶ Zu den vorliegend relevanten Aufgaben der EZB gehört nach Art. 127 Abs. 2 unter

32 Khan, in: Geiger /Khan /Kotzur, EUV, AEUV-Kommentar, 5. Auflage 2010, Art. 127, Rn. 2.

33 Potacs, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, 2. Auflage 2009, Art. 105 EGV, Rn. 3.

34 Potacs, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, 2. Auflage 2009, Art. 105 EGV, Rn. 3.

35 Zunächst definierte der EZB-Rat die Preisstabilität am 13. Oktober 1998 als „Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden“. Im Einzelnen vgl. die Pressemitteilung der EZB vom 8. Mai 2003, online abrufbar unter http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.de.html (Stand: 24.8.11).

36 Griller /Dutzler, in: Grabitz /Hilf, Das Recht der Europäischen Union, Kommentar, Bd. II, München, 40. Erglfg. – Stand: Oktober 2009, Art. 105 EGV, Rn. 2.

anderem die **Festlegung und Ausführung der Geldpolitik**, welche in Art. 18 ESZB-Satzung näher ausgeführt ist.³⁷

Art. 127 Abs. 3 AEUV erklärt lediglich ein Detail in Abs. 2. Im **vierten Absatz** von Art. 127 AEUV ist das Anhörungsrecht der EZB normiert. Nach **Art. 127 Abs. 5** trägt die EZB zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden zur Stabilisierung des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei. Schließlich kann der Rat der EU nach **Art. 127 Abs. 6 AEUV** der EZB einstimmig besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute mit Ausnahme von Versicherungsunternehmen übertragen.

7.2. Konsequenzen aus den Vorgaben von Art. 127 AEUV für den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB

Ob der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB mit den übrigen Maßgaben des Art. 127 AEUV vereinbar ist, kann aufgrund des Charakters der Norm als ökonomischer Aufgaben- und Zielbestimmung mit dem Instrument der juristischen Auslegung nur eingeschränkt beantwortet werden. Aufgrund des der EZB einzuräumenden Beurteilungs-, Einschätzungs- und Prognosespielraums bei den zu treffenden Entscheidungen ist bereits der Prüfungsmaßstab, an dem das Verhalten der EZB zu messen ist, nicht klar definierbar. Eine konkrete Beurteilung der Auswirkungen der Staatsanleihekäufe ließe sich zudem eher in einer ex-post Perspektive und weniger ex-ante durchführen. Das Recht kann insoweit bei wirtschaftspolitischen Fragestellungen höchstens Grenzen aufzeigen, innerhalb derer die konkreten Entscheidungen der politischen Institutionen über Inhalte und Prioritäten fallen.³⁸

Aus diesen Gründen soll im Folgenden anstelle einer Wertung ein Meinungsbild näheren Aufschluss zu den aktuellen Fragestellungen um Art. 127 AEUV geben.

7.3. Meinungsstand

Zum einen³⁹ wird vertreten, dass die Maßnahmen der EZB gegen das Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität verstoßen, da beim späteren Verkauf der in Rede stehenden Staatsleihen stark in die Höhe gehende Risikoprämien drohten. Soweit die EZB beabsichtige, die aufgekauften Wertschriften bis zur Fälligkeit zu halten, und ein Verkauf schwierig und unmöglich wäre, könne die politische Steuerungsflexibilität erheblich leiden. In Bezug auf Art. 127 Abs. 5 AEUV wird angeführt⁴⁰, die Stabilisierung der Finanzsysteme dürfe nicht vom ESZB verfolgt werden. Sie ob-

37 Zu den weiteren Aufgaben des ESZB gehören nach Art. 127 Abs. 2 AEUV die Durchführung der Devisengeschäfte in Einklang mit Art. 219 AEUV (2. Spiegelstrich), das Halten und Verwalten der offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten (3. Spiegelstrich) sowie das Fördern des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme (4. Spiegelstrich).

38 Griller /Dutzler, in Grabitz /Hilf, Das Recht der Europäischen Union, Kommentar, Bd. II, München, 40. Erglfg. – Stand: Oktober 2009, Art. 105 EGV, Rn. 21.

39 Meyer, Unabhängigkeit und Legitimität der EZB im Rahmen der Staatsschuldenkrise, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2011, S. 129.

40 Seidel, Der Ankauf nicht markt- und börsengängiger Staatsanleihen, namentlich Griechenlands, durch die Europäische Zentralbank und durch nationale Zentralbanken – rechtlich nur fragwürdig oder Rechtsverstoß?, in: Zeitschrift für Europäisches Wirtschaftsrecht 2010, S. 521.

liege vielmehr den Behörden der Mitgliedstaaten, denen die Aufsicht über die Finanzmärkte übertragen sei. Das ESZB sei hingegen auf die bloße Mitwirkung bei der Aufsicht und Überwachung der Kreditwirtschaft beschränkt. Schließlich sei auch die Unabhängigkeit der EZB in Frage gestellt.

Hierauf wird erwidert⁴¹, dass die zulässigen geldpolitischen Operationen des ESZB durchaus das Ziel der Finanzsystemstabilität mitverfolgen dürften. Art. 127 Abs. V AEUV könne dem nicht entgegenstehen, da diese Vorschrift dem Eurosystem über die Zuständigkeit für die Geldpolitik hinaus zusätzliche Zuständigkeiten einräume und nicht etwa eine Beschränkung der zuvor normierten geldpolitischen Aufgabenstellung bewirke. Gegenüber dem Vorwurf der mangelnden Unabhängigkeit der EZB wird eingewandt, dass die Initiative zu den Staatsanleihekäufen vom Präsidenten der EZB, Jean-Claude Trichet, ausgegangen sei und nicht auf Maßgaben der Staats- und Regierungschefs bzw. der Finanzminister zurückzuführen wäre. Eingeräumt wird, dass das jüngste Vorgehen der EZB ohne Zweifel einen Sonderfall bilde. Es bleibe aber von vorübergehender Natur. Aufgrund der aktuellen Entwicklung der Geldmenge M3 wäre zudem kaum von Gefahren für die mittelfristigen Geldwertstabilität auszugehen.⁴²

41 Herrmann, EZB-Programm für die Kapitalmärkte verstößt nicht gegen die Verträge – Erwiderung auf Martin Seidel, EuZW 2010, 521, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2010, S. 646.

42 Mayer, Die gegenwärtige und künftige Rolle der Europäischen Zentralbank bei der Verhütung und Bewältigung von Finanzkrisen, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2011, S. 30; Herrmann, Christoph, EZB-Programm für die Kapitalmärkte verstößt nicht gegen die Verträge – Erwiderung auf Martin Seidel, EuZW 2010, 521, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2010, S. 646.