



Ausarbeitung

Der Ankauf von Anleihen einzelner Mitgliedstaaten durch die Europäische Zentralbank

Vereinbarkeit mit dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union sowie der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB

Der Ankauf von Anleihen einzelner Mitgliedstaaten durch die Europäische Zentralbank

Vereinbarkeit mit dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union sowie der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB

Aktenzeichen: WD 11 – 3000 – 140/11
Abschluss der Arbeit: 6. September 2011
Fachbereich: WD 11: Europa

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1. | Einleitung | 4 |
| 2. | Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB mit Art. 123 AEUV | 5 |
| 2.1. | Norminhalt | 5 |
| 2.2. | Reichweite des Verbots | 5 |
| 2.2.1. | Verbot des direkten Zentralbankkredits | 6 |
| 2.2.2. | Verbot des unmittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln am Primärmarkt | 6 |
| 2.3. | Die Vorgehensweise der EZB | 6 |
| 2.3.1. | Zulässigkeit des mittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln am Sekundärmarkt | 6 |
| 2.3.2. | Intervention der Europäischen Zentralbank als mittelbarer Erwerb | 7 |
| 2.3.3. | Ausschluss einer Umgehungsabsicht | 7 |
| 2.4. | Ergebnis | 8 |
| 3. | Vereinbarkeit Art. 18 ESZB-Satzung | 8 |
| 3.1. | Wortlaut der Norm | 8 |
| 3.2. | Ergebnis | 10 |
| 4. | Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB mit Art. 127 AEUV | 10 |
| 4.1. | Wesentlicher Norminhalt des Art. 127 AEUV | 10 |
| 4.2. | Konsequenzen aus den Vorgaben von Art. 127 AEUV für den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB | 11 |
| 4.3. | Meinungsstand | 11 |

1. Einleitung

Die Europäische Zentralbank (EZB) betreibt zusammen mit den nationalen Zentralbanken die Währungspolitik der Europäischen Union (EU). 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.¹ Vorrangiges **Ziel des ESZB** ist bei all seinen Handlungen die **Sicherstellung von Preisstabilität** in der EU.

In **Reaktion auf die Finanzkrise** beschloss der Rat der EZB am 10. Mai 2010 das „**Programm für die Wertpapiermärkte**“, welches die EZB und die Zentralbanken des Eurosystems dazu ermächtigt,

„zugelassene marktfähige Schuldtitel, die von Zentralstaaten oder öffentlichen Stellen der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, begeben werden, auf dem Sekundärmarkt an[zu]kaufen.“²

Die EZB verfolgt mit dem Programm das Ziel, durch den Ankauf von Staatsanleihen den starken Spannungen insbesondere an den Märkten für Staatsanleihen entgegenzuwirken und die Durchführbarkeit der auf mittelfristige Preisstabilität gerichteten Geldpolitik zu sichern. Gegenwärtig hat die EZB **Staatsanleihen** im Gesamtwert von 129 Milliarden Euro durch entsprechende Ankäufe am Sekundärmarkt erworben.³ Die aufgekauften Staatsanleihen sind primär Staatstitel der angeschlagenen **PIIGS-Staaten** (Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien).

Im Folgenden wird zum einen untersucht, ob die Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB mit den Regelungen des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) in Einklang stehen. Zum anderen wird der Frage nachgegangen, ob die Handlungen der EZB mit der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB (ESZB-Satzung) vereinbar sind.

Maßgebliche Vorschriften für die Beurteilung der aufgeworfenen Fragen sind Artikel 123, 127 AEUV sowie Art. 18 ESZB-Satzung. Andere Rechtsnormen, welche den Ankäufen von Staatsanleihen entgegenstehen könnten, sind nicht ersichtlich.

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

2 Siehe Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. Mai 2010 zur Einführung eines Programms für die Wertpapiermärkte, Art. 1 des Beschlusses vom 21. Mai 2010, 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: 6.9.11).

3 Vgl. etwa „EZB kauft immer mehr Problemanleihen“, in: Manager-Magazin vom 5. September 2011, online abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/politik/artikel/0,2828,784493,00.html> (Stand: 6.9.11); „EZB verdoppelt Staatsanleihen-Käufe“, in: Handelsblatt vom 5. September 2011, online abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/ezb-verdoppelt-staatsanleihen-kaeufe/4577286.html> (Stand: 6.9.11).

2. Vereinbarkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB mit Art. 123 AEUV⁴

2.1. 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.⁵ 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.⁶ Das Verbot gemäß Art. 123 AEUV soll damit die Bemühungen um eine solide Haushaltspolitik fördern.

2.2. 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. 3603/93⁷ (Verordnung 3603/93) inhaltlich konkretisiert.

4 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 Zehnpfund, M.A. / Lena Sinn vom 19. Mai 2010.

5 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.

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

7 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: 6.9.11). 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.

2.2.1. 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.⁸ 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 „Überziehungsfazilität“ 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).

2.2.2. Verbot des unmittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln am Primärmarkt

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**.⁹ Diese Regelung macht deutlich, dass jede Form der Finanzierung der öffentlichen Haushalte durch die EZB und die nationalen Zentralbanken ausgeschlossen sein soll.¹⁰ Würde die EZB direkt Schuldverschreibungen von den Mitgliedstaaten übernehmen, käme dies einer direkten Kreditgewährung gleich.¹¹

2.3. 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.

2.3.1. 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-**

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

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

10 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.

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

lässig.¹² 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.¹³

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.¹⁴ Das Verbot des Art. 123 Abs. 1 Alt. 2 AEUV erfasst somit lediglich den Ankauf staatlicher Wertpapiere am Primärmarkt.

2.3.2. 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.

2.3.3. 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.¹⁵

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

12 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.

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

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

15 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.¹⁶ 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.

2.4. 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.¹⁷ Der Ankauf von Staatsanleihen am Primärmarkt ist dagegen nach Art. 123 Abs. 1 AEUV unzulässig.

3. Vereinbarkeit Art. 18 ESZB-Satzung

3.1. Wortlaut der Norm

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

16 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: 6.9.11).

17 „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.

Artikel 18 ESZB-Satzung regelt die **sog. Offenmarkt- und Kreditgeschäfte**¹⁸. Danach ist es der EZB zur Erreichung ihrer Ziele und zur Erfüllung ihrer Aufgaben¹⁹ 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 erworbenen 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**.²⁰ Die deutsche Sprachfassung wurde insoweit im Vergleich zur englischen (*marketable instruments*) bzw. französischen Fassung (*titres négociables*) sehr eng gefasst.²¹ Das Attribut der Börsengängigkeit fordert in diesem Zusammenhang lediglich, dass die Wertpapiere an einem geregelten Markt im Sinne der Richtlinie 2004/39/EG²² zum Handel zugelassen sind. Nicht notwendig ist der tatsächliche liquide Handel der Wertpapiere.²³

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.²⁴

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

-
- 18 Das Eurosystem verfügt über fünf Instrumente zur Durchführung von Offenmarktgeschäften: befristete und endgültige Transaktionen, Schuldverschreibungen, Devisenwappgeschäfte 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.
- 19 Die Ziele der EZB sind in Artikel 2 EZB-Satzung niedergelegt; zu ihren Aufgaben siehe Artikel 3 EZB-Satzung.
- 20 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 frühere Fassung des Art. 18 EZB-Protokoll, der Wortlaut der vorliegend relevanten Passagen des Art. 18 wurde blieb jedoch unverändert).
- 21 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.
- 22 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: 6.9.11).
- 23 Herrmann, EZB-Programm für die Kapitalmärkte verstößt nicht gegen die Verträge – Erwiderung auf Martin Seidel, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2010, S. 646.
- 24 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.

3.2. Ergebnis

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

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

4.1. 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.²⁵

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 eine strikten Nullinflation verstanden werden.²⁶ Dem Begriff der Preisstabilität ist daher ein gewisser Beurteilungsspielraum und bezüglich der Erreichung der Zielsetzung ein Einschätzungs- und Prognosespielraum beizumessen.²⁷ 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.²⁸

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.²⁹ Zu den vorliegend relevanten Aufgaben der EZB gehört nach Art. 127 Abs. 2 unter anderem die **Festlegung und Ausführung der Geldpolitik**, welche in Art. 18 ESZB-Satzung näher ausgeführt ist.³⁰

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

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

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

28 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: 6.9.11).

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

30 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

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.

4.2. 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.³¹

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

4.3. Meinungsstand

Zum einen³² 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 angeführt³³, die Stabilisierung der Finanzsysteme dürfe nicht vom EZB verfolgt werden. Sie obliege vielmehr den Behörden der Mitgliedstaaten, denen die Aufsicht über die Finanzmärkte übertragen sei. Das EZB sei hingegen auf die bloße Mitwirkung bei der Aufsicht und Überwa-

der Mitgliedstaaten (3. Spiegelstrich) sowie das Fördern des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme (4. Spiegelstrich).

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

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

33 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.

chung der Kreditwirtschaft beschränkt. Schließlich sei auch die Unabhängigkeit der EZB in Frage gestellt.

Hierauf wird erwidert³⁴, 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 M3³⁵ wäre zudem kaum von Gefahren für die mittelfristigen Geldwertstabilität auszugehen.³⁶

-
- 34 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.
- 35 Eine Geldmenge oder ein Geldmengenaggregat bezeichnet den gesamten Bestand an Geld in einer Volkswirtschaft, der sich bei Nichtbanken befindet. Geldmengenaggregat **M1** umfasst das laufende Bargeld - ohne Kassenbestände der monetären Finanzinstitute (MFI) - und täglich fällige Einlagen (Sichteinlagen) bei den MFI. Geldmengenaggregat **M2** beinhaltet M1 und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist bis zu drei Monaten. Geldmengenaggregat **M3** beinhaltet M2 und zusätzlich Repo-Geschäfte (befristete Transaktion auf Grundlage einer Rückkaufsvereinbarung), Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren. Nach aktueller Einschätzung hat der EZB-Rat die weit gefasste Abgrenzung M3 als zentrale Steuergröße und als Indikator zur Beurteilung der monetären Entwicklung besonders herausgestellt. Bei der Beurteilung der geldpolitischen Lage durch den EZB-Rat kommt der Änderungsrate der Geldmenge eine Indikatorfunktion zu. Quelle: Gablers Wirtschaftslexikon, Stichwort: Geldmenge, online abrufbar unter <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/geldmenge.html> (Stand: 6.9.11).
- 36 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.