

## Wirtschaftliche Auswirkungen und rechtliche Grenzen der EZB-Krisenpolitik

Wirtschaftsjurist Laurenz Goldhahn, LL.B.

### A. Das Securities Markets Programme

Das Securities Markets Programme (SMP) diente als erstes der EZB-Offenmarktgeschäfte im Kontext der Eurokrise dem Ankauf privater und öffentlicher Anleihen zwischen Mai 2010 und September 2012.

#### I. Kontext und Ablauf

Zwischen Februar und Mai 2010 wurde das erste Hilfspaket für das annähernd zahlungsunfähige Griechenland geschnürt, welches zum Großteil aus bilateralen Krediten bestand.<sup>1</sup> Am 11. Mai 2010 beschlossen die Finanzminister der Eurozone den ersten Euro-Rettungsschirm EFSM,<sup>2</sup> der einen Monat später durch die EFSF ergänzt wurde;<sup>3</sup> beide zusammen verfügten über ein Volumen von 500 Mrd. Euro.

In diesem Zusammenhang entschied sich auch die EZB, das Securities Markets Programme aufzulegen, um laut Eigenaussage Liquidität in dysfunktionalen Segmenten des Wertpapiermarktes (= securities market) aufrechtzuerhalten und insbesondere den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zur Gewährleistung des mittelfristigen Ziels Preisstabilität funktionsfähig zu halten (s. o.).<sup>4</sup>

Die EZB kaufte somit private und staatliche Anleihen auf den Wertpapiermärkten, wobei dies grob in zwei Perioden geschah: von Mai bis Juli 2010, sowie von August 2011 bis Januar 2012.<sup>5</sup> Nach Ablauf des Programms veröffentlichte die EZB die Zusam-

<sup>1</sup> Rat der EU, Statement by the Euro Group vom 02.05.10, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/100502-%20Eurogroup\\_statement-sn02492.en10.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/100502-%20Eurogroup_statement-sn02492.en10.pdf), 11.05.15.

<sup>2</sup> Verordnung (EU) 407/2010, Abl. EU L 118/1.

<sup>3</sup> EFSF, Key figures, <http://www.efsf.europa.eu/about/key-figures/index.htm>, 11.05.15.

<sup>4</sup> Europäische Zentralbank, Pressemitteilung vom 10.05.10.

<sup>5</sup> Europäische Zentralbank, Summary of ad hoc communications, <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>, 12.05.15.

mensetzung der Ankäufe mit Stand vom 31. Dezember 2012, wonach der Gesamtbuchwert knapp 208 Mrd. Euro betrug, wovon 99 Mrd. Euro italienische (48 %), 47 Mrd. Euro spanische (23 %), 31 Mrd. Euro griechische (15 %) und der Rest irische und portugiesische Anleihen waren. Zum 8. Mai 2015 betrug die noch ausstehende Summe 138 Mrd. Euro.<sup>6</sup> Das SMP wurde offiziell eingestellt mit Beginn des OMT-Programms zum 6. September 2012 (s. II.).<sup>7</sup>

## II. Begründung und Intention

Die EZB spricht von drei Wegen, auf denen der Transmissionsmechanismus in der Krise beeinträchtigt wurde: Preis-, Bilanz- und Liquiditätskanal. Am direktesten wirkt demnach der Preiseffekt: Das Ansteigen von Renditen auf Staatsanleihen (begründet in erhöhten Ausfallrisiken) sorgt u.a. wegen deren Funktion als Referenzzins über Kapitalmarktsätze und Bankzinsen für steigende Finanzierungskosten des privaten Sektors. Bilanzwirkungen entstehen durch die Neubewertung von Staatsanleihen, was zur Veränderung der Bilanzsumme von Instituten führt, die diese halten; zusammen mit Eigenkapitalregulierungen, wie sie auch im Rahmen der Finanzkrise reformiert wurden (vgl. Basel III), hat dies eine sinkende Kreditvergabe durch Banken zur Folge. Beeinträchtigungen durch den Liquiditätskanal bedeuten, dass Renditeänderungen von Staatsanleihen, die aufgrund ihrer hohen Liquidität eine starke Bedeutung für die Finanzierung von Banken haben und als Sicherheiten und Benchmarks dienen, auch auf andere Märkte übergreifen und damit die Liquiditätsbeschaffung beeinträchtigen können.<sup>8</sup>

Eine Herabstufung in der Bonität kann diese Wirkung verstärken. Treten die oben genannten Probleme auf, wie sie es in einigen Ländern taten (Ende 2007 wichen die Renditen auf Staatsanleihen der vom SMP betroffenen Länder noch um 0,11 % vom Eurozonendurchschnitt ab, im Mai 2010 waren sie 1,67 Prozentpunkte höher),<sup>9</sup> entfaltet die expansive Geldpolitik der Eurozone keine einheitliche Transmissionswirkung mehr. Dies veranlasste die EZB, zu unkonventionellen Offenmarktgeschäften, wie dem SMP zu greifen, das auf einzelne Mitgliedsstaaten abzielt.<sup>10</sup>

Die EZB betont, keine Ursachen der heterogenen Finanzierungsbedingungen beheben zu können, sondern nur die Symptome bekämpfen zu können, die sich auf die Preisstabilität auswirken, weshalb wirtschafts- sowie finanzpolitische Reformen auf nationaler und europäischer Ebene unabdinglich seien.<sup>11</sup>

---

<sup>6</sup> Europäische Zentralbank, Open Market Operations, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>, 13.05.15.

<sup>7</sup> Europäische Zentralbank, Technical Features of Outright Monetary Transactions, Pressemitteilung vom 06.09.12.

<sup>8</sup> Europäische Zentralbank, Beurteilung der Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet während der Staatsschuldenkrise, in: EZB-Monatsbericht August 2012, S. 85 ff.

<sup>9</sup> Eurostat, Jährliche Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=tec00097&plugin=1>, 13.05.15.

<sup>10</sup> *Görgens et al.* (2014), S. 317.

<sup>11</sup> Europäische Zentralbank, Heterogenität der Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet und deren politische Implikationen, in: EZB-Monatsbericht August 2012, S. 78.

### III. Wirksamkeit

Mehrere Studien haben sich mit den direkten Auswirkungen des SMP auf unterschiedliche Wirtschaftsbereiche beschäftigt, weshalb hier die Ergebnisse von drei ausgewählten Untersuchungen vorgestellt werden sollen.

Laut Eser und Schwaab (2013) sanken pro Anleihenkauf in Höhe von 1 Mrd. Euro die jeweiligen Renditen in sehr unterschiedlichem Maße: Für italienische fünfjährige Anleihen kamen sie auf -1 bis -2 Basispunkte (= Hundertstel eines Prozentpunktes), für Griechenland auf -17 bis -21 Basispunkte. Die Daten für die anderen Länder des SMP Portugal, Spanien und Irland bewegen sich dazwischen im moderateren Rahmen von -3 bis -9 Basispunkten.<sup>12</sup>

Szczerbowicz (2012) kommt zu einem ähnlichen Ergebnis, nach dem das SMP die Rendite für italienische Anleihen um 0,35 % und für griechische um 4,76 % insgesamt gesenkt habe und hält es damit in der Retrospektive auch für effektiver als das OMT (s. u.); ebenso erfolgreich sei es in der Verbesserung der Konditionen langfristiger Refinanzierung des Bankensektors gewesen, „*as it reduced to the greatest extent covered bond spreads in all euro-area countries.*“<sup>13</sup>

Ghysels, Idier, Manganelli und Vergote (2014) konzentrieren sich auf eine kurzfristige Analyse von Renditeänderungen und Volatilität der Staatsanleihen von SMP-Ländern durch die Ankäufe selber, i. e. ohne Ankündigungseffekte. Hierbei beziehen sie die regressionsanalytische Endogenität der Interventionen mit ein, also einen u. U. ergebnisverzerrenden Effekt, der dadurch eintritt, dass Interventionen dann erfolgten, wenn die EZB abrupte Marktveränderungen und exzessive Volatilität verhindern wollte, was im Schluss zu zu geringen Messungen in der Differenz der Renditen führte.<sup>14</sup>

Sie folgern ebenfalls, dass das SMP Anleiherenditen und insbesondere die Volatilität gesenkt habe, welcher sie eine hohe Bedeutung beimessen, halten den Effekt jedoch nach wie vor aufgrund von Messproblemen für unterbewertet.<sup>15</sup>

## B. Outright Monetary Transactions

Das Outright Monetary Transactions Programme (OMT) löste das SMP im September 2010 ab (s. o.) und dauert theoretisch bis heute an. Es beinhaltet den Ankauf von Staatsanleihen in unbegrenzter Höhe, kam aber noch nicht zum Einsatz.

### I. Von Draghis London-Rede bis zum Ratsbeschluss

Am 26. Juli 2012 hielt EZB-Präsident Draghi eine Rede auf der Londoner Global Investment Conference zur aktuellen Situation des Euro, in der folgender Satz große Aufmerksamkeit auf sich zog:

*„But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“*<sup>16</sup>

<sup>12</sup> Eser, Schwaab (2013), S. 18.

<sup>13</sup> Szczerbowicz (2012), S. 8 f.

<sup>14</sup> Ghysels et al. (2014), S. 2.

<sup>15</sup> Ebd., S. 14.

Die Aussage rief positive Reaktionen an die Aktienmärkten hervor (die Börsen in Mailand und Madrid z. B. stiegen um 4,5 % bzw. 4,9 %) und stärkte den Glauben an eine baldige erneute Intervention der EZB, sollte diese durch zu hohe Staatsanleihenrenditen den Transmissionsmechanismus beeinträchtigt sehen.<sup>17</sup>

Sieben Tage später, auf einer Pressekonferenz der EZB, präsentierte Draghi seine Vorstellungen:

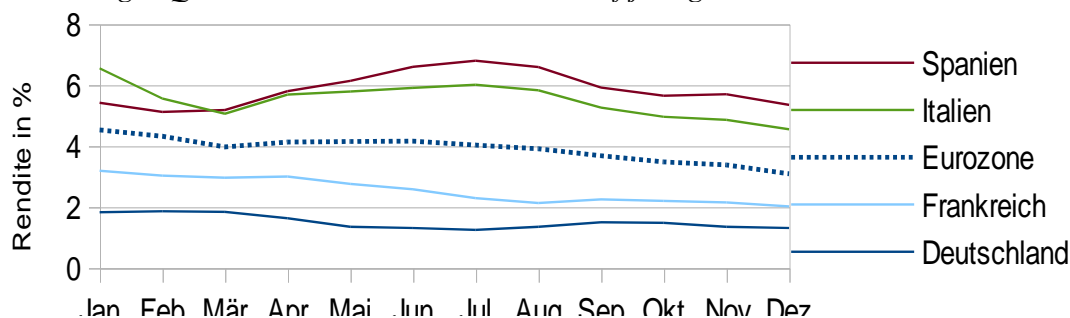
*„Risk premia that are related to fears of the reversibility of the euro are unacceptable, and they need to be addressed in a fundamental manner. The euro is irreversible. [...] The Governing Council, within its mandate to maintain price stability over the medium term [...], may undertake outright open market operations of a size adequate to reach its objective.“<sup>18</sup>*

Im Folgemonat kam es dann zum sog. OMT-Beschluss, mit dem die EZB am 2. September die erwartete Ausgestaltung des Programms verkündete: Wichtigste Bedingung ist, dass ein Land ein EFSF/ESM-Programm in Anspruch nimmt und dessen Konditionalität einhält. Der Fokus der Ankäufe soll auf Staatsanleihen mit einer Laufzeit von ein bis drei Jahren liegen, wobei dem Programm ex ante keine quantitativen Grenzen gesetzt sind. Es wird beendet, sobald das Ziel der Absicherung des Transmissionsmechanismus erreicht ist oder ein Verstoß gegen die Programmauflagen vorliegt. Die durch das OMT zugeführte Liquidität soll vollkommen sterilisiert werden.<sup>19</sup>

## II. Auswirkungen

Das OMT wurde bisher in noch keinem Fall eingesetzt. Nichtsdestotrotz entfaltete die reine Ankündigung, die EZB sei bereit, in unbestimmter Höhe Staatsanleihen aufzukaufen, Auswirkungen auf die Finanzmärkte, die zu dieser Zeit gekennzeichnet waren durch massive Unsicherheit und hohe Risikoaufschläge auf Anleihen kriselnder Länder. Die folgende Grafik zeigt, wie sich die Renditen ausgewählter Länder das Jahr 2012 hindurch verhalten haben:

Abbildung 1. Quelle: Eurostat, monatl. Renditen auf jährige Staatsanleihen



<sup>16</sup> Draghi, Rede auf der Global Investment Conference in London, 26.07.12, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, 18.05.15.

<sup>17</sup> Die Zeit, Draghi weckt Hoffnung auf Eingreifen der EZB, 26.07.12, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-07/draghi-ezb-intervention>, 18.05.15.

<sup>18</sup> Draghi, EZB-Pressekonferenz vom 02.08.12, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120802.en.html>, 18.05.15.

<sup>19</sup> Europäische Zentralbank, Pressemitteilung vom 06.09.12.

Altavilla, Giannone und Lenza (2014) haben die Auswirkungen für Italien, Spanien, Frankreich und Deutschland verglichen (deren Wirtschaftsleistungen zusammen gerechnet ca. 77 % derer des gesamten Euroraumes ausmachen):<sup>20</sup>

Die Autoren vergleichen die Entwicklung der Anleihenrenditen nach dem „OMT-Schock“ mit einem hypothetischen Szenario ohne OMT durch eine Event-Studie mithilfe eines sog. vektorautoregressiven Modells. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass durch die Äußerungen Draghis und die Pläne der EZB die Renditen auf zweijährige spanische und italienische Anleihen um ca. 2 % reduziert wurden, sowie die auf zehnjährige um knapp 1 %. Auswirkungen auf deutsche und französische Anleihen waren oberhalb des Hundertstelprozentbereiches nicht messbar.<sup>21</sup>

Auf makroökonomischer Ebene kommen sie zu dem Ergebnis, das OMT sei „*very likely to be associated to positive and quite sizeable effects on real activity, loans and consumer prices in Italy and Spain.*“<sup>22</sup>

Das Ergebnis sei des Weiteren vergleichbar mit den gemessenen Effekten der Quantitative-Easing-Politik in den USA und dem Vereinigten Königreich, ferner seien moderat positive Spill-Over-Effekte auf die französische und in geringerem Maße deutsche realwirtschaftliche Aktivität ersichtlich.<sup>23</sup>

### III. Juristischer Streit um das OMT

Keine EZB-Maßnahme fand derart viel Zuwendung durch Gerichte und Schrifttum wie das OMT, weshalb es hier auch den Schwerpunkt der juristischen Aufarbeitung bildet. Es ist bei der Betrachtung, die grob chronologisch orientiert ist, jedoch ob der Sachlage unerlässlich, auch weiterhin ökonomische Argumentationen miteinzubeziehen.

#### 1. Karlsruhe: OMT-Beschluss

Mit Beschluss vom 10. Dezember 2013 wies das EuG eine gegen das OMT gerichtete, von circa 5 000 Bürgern unterzeichnete Nichtigkeitsklage aus Deutschland ab, da es sie für unzulässig befunden hatte.<sup>24</sup> Es wurde jedoch ausdrücklich darauf verwiesen, dass u. U. Klagemöglichkeit vor den nationalen Gerichten bestünde,<sup>25</sup> so wurden nämlich in Deutschland Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht angestrengt.

##### a) Die Klagen

Das BVerfG entschied über insgesamt vier Verfassungsbeschwerden und ein Organstreitverfahren, angestrengt von der Bundestagsfraktion der Partei Die Linke. Bevollmächtigte der Antragssteller waren auch namhafte Personen wie der bereits bekannte Euro-Kritiker Karl-Albrecht Schachtschneider, aber auch der Staatsrechtler Christoph Degenhart oder die ehemalige Bundesjustizministerin Herta Däubler-Gmelin (SPD).

---

<sup>20</sup> Eurostat, BIP zu Marktpreisen, [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama\\_gdp\\_c&lang=de](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_gdp_c&lang=de), Zahlen für das Jahr 2013, 19.05.15.

<sup>21</sup> *Altavilla et al.* (2014), S. 6.

<sup>22</sup> Ebd., S. 11.

<sup>23</sup> Ebd., S. 12.

<sup>24</sup> EuG vom 10.12.13, T-492/12, Rn 53.

<sup>25</sup> Ebd., Rn 47.

Die Klagen richteten sich gegen den EZB-Beschluss zum OMT-Programm, die Fortführung des SMP, das Unterlassen der Bundesregierung, gegen diese Maßnahmen Klage vor dem EuGH zu erheben und die Haftung der Bundesrepublik zu begrenzen sowie die Weigerung des Deutschen Bundestages, nur unter Gewährung umfassender Informationsrechte seine Zustimmung zu geben. Die Organklage der Linksfraktion zielte auf die Feststellung der Verpflichtung des Bundestages, die Aufhebung des OMT-Beschlusses wegen monetärer Staatsfinanzierung anzustreben, sowie ebenfalls den Änderungsprogrammen des EFSF/ESM-Rettungsprogramms nur bei umfassender Informierung über die EZB-Anleihenkäufe zuzustimmen, um in beiden Fällen die haushaltspolitische Gesamtverantwortung nicht zu verlieren.

#### b) Meinungen der Verfassungsrichter

Der mehrheitlichen Meinung des BVerfG nach, das – da die Auslegung dem EuGH vorbehalten bleibt – seine „Interpretation“ des Europarechts darlegte, überschreitet das OMT das Mandat der EZB und greift in den nationalstaatlichen Hoheitsbereich der Wirtschaftspolitik ein, da es mit den Artt. 119, 127 Abs. 1, 2 AEUV und Art. 17 ff. ESZB-Satzung unvereinbar sei.<sup>26</sup>

Das Gericht plädiert zunächst für eine enge Auslegung des Zentralbankmandats, um dem Demokratieprinzip zu genügen, außerdem gelte die Unabhängigkeit nur für den Inhalt dieses Mandats, nicht jedoch Umfang und Reichweite.<sup>27</sup>

Für eine Mandatsüberschreitung führen die Richter fünf Gründe an: Zunächst sei die Zielsetzung der EZB wirtschaftspolitisch; die Zinsaufschläge auf Staatsanleihen seien Ausdruck einer „auf Marktanreize setzenden Eigenverantwortlichkeit“, die nach der Bundesbank nicht in rationale und irrationale Gründe getrennt werden könnten.<sup>28</sup> Der Erhalt des Euroraumes liege ebenfalls im Kompetenzbereich der Wirtschaftspolitik.<sup>29</sup> Die Selektivität des Anleihenkaufes sieht das BVerfG ebenfalls als der Währungspolitik fremd an, da unterschiedliche Auswirkungen marktwirtschaftlich gewollt (Art. 127 Abs. 1 S. 3 AEUV) und durch die EZB höchstens mittelbar steuerbar seien.<sup>30</sup> Die Anknüpfung an das EFSF/ESM-Programm, das der EuGH als wirtschaftspolitische Maßnahme qualifiziert hat,<sup>31</sup> sowie die Parallelität machten das OMT zu einem „funktionalen Äquivalent [...] ohne deren parlamentarische Legitimation und Kontrolle.“<sup>32</sup> Darüber hinaus unterlaufe das OMT den Euro-Rettungsschirm, da dieser nur unter einer strenger Konditionalität (Artt. 14, 18 ESMV) Staatsanleihen kaufen könne, welche dem OMT fremd sei.<sup>33</sup> Zuletzt sei durch das Volumen der Ankäufe keine Unterstützung der Wirtschaftspolitik gegeben, da es vielmehr die Ausmaße des Rettungsschirmes noch vervielfachen könne.<sup>34</sup>

Eine monetäre Haushaltsfinanzierung liegt laut BVerfG vor, das die teleologische Auslegung des Art. 123 AEUV in angenommener Kohärenz mit der EuGH-Rechtsprechung zum Art. 125 AEUV (Pringle-Urteil) und den Effet utile des Umgehungsverbotes betont,

<sup>26</sup> BVerfG vom 14.01.14, 2 BvR 2728/13, Rn. 55.

<sup>27</sup> Ebd., Rn. 58 ff.

<sup>28</sup> Ebd., Rn. 71.

<sup>29</sup> Ebd., Rn. 72.

<sup>30</sup> Ebd., Rn. 73.

<sup>31</sup> EuGH vom 27.11.12, C-370/12 – Pringle/Irland, Rn. 60.

<sup>32</sup> BVerfG vom 14.01.14, 2 BvR 2728/13, Rn. 78.

<sup>33</sup> Ebd., Rn. 79.

<sup>34</sup> Ebd., Rn. 80.

wegen des in Kauf genommenen Schuldenschnitttrisikos, dem potentiellen Halten der Anleihen bis Laufzeitende (held to maturity), des Eingriffs in die Preisbildung und der Ermutigung der Marktteilnehmer zu Primärmarktkäufen.<sup>35</sup>

Eine angebliche Störung des Transmissionsmechanismus ändere auch nichts an den oben dargelegten Argumenten, sie trete vielmehr grundsätzlich bei jeder Staatsschuldenkrise auf, was zusammen mit der oben genannten Willkürlichkeit der Unterteilung von Zinsaufschlägen nach ihrer vermeintlichen Rationalität deshalb keinen Eingriffsgrund darstelle.<sup>36</sup>

Eine Verletzung des Budgetrechts des Deutschen Bundestages hielt das BVerfG zum damaligen Zeitpunkt jedoch noch nicht für absehbar.<sup>37</sup>

Die Richter Lübke-Wolff und Gerhardt formulierten Abweichende Meinungen vom Urteil, in welchen sie erhebliche Zweifel daran kund taten, ob die Entscheidung in der angetragenen Sache noch in den Kompetenzbereich des BVerfG fiele, womit beide die Klagen nicht nur für dezidiert sachlich falsch, sondern auch unzulässig hielten.<sup>38</sup> Auf die sachliche Kritik ging insbesondere die Literatur stark ein (s. u.).

## 2. Bewertung im Schrifttum

*Herrmann* (2012) sieht die Zulässigkeit des OMT positiv aufgrund der durchgängigen geldpolitischen Begründung der EZB und eines weiten, gerichtlich nicht überprüfbaren Beurteilungsspielraumes; eine Grenze sei erst erreicht, wenn Marktteilnehmer Staatsanleihen nur noch zum Weiterverkauf an die Zentralbank erwürben.<sup>39</sup>

*Steinbach* (2013) plädiert ebenfalls für eine weite Auslegung des Art. 123 AEUV und verneint die Frage, ob der Anleihenkauf eine Entlastung der Staatsschulden bedeute, sie zeige jedoch die Bedeutung der Empirie für die juristische Bewertung.<sup>40</sup> Nach dieser seien im Finanzsystem – zu dessen Stabilitätserhalt die EZB auch in Art. 127 Abs. 5 AEUV verpflichtet sei – Anleihen von Krisenländern unter- und von Ländern wie Deutschland faktisch überbewertet gewesen, ferner schließe die EZB durch Sterilisation eine inflationäre Wirkung aus. Gerichtlich begründe die Unabhängigkeit aus Art. 282 Abs. 3 AEUV nicht nur eine erhöhte Einschätzungsprärogative, vielmehr habe sich auch das BVerfG selbst hohe Hürden zur Ultra-vires-Kontrolle gesteckt durch das sog. Honeywell-Urteil von 2010, nach dem ein Kompetenzverstoß „hinreichend qualifiziert“ sein müsse.<sup>41</sup>

*Mayer* (2014) setzt sich sehr detailliert und kritisch mit dem Urteil des BVerfG zum OMT auseinander. Falsch seien laut ihm die Gleichsetzung von OMT und ESM und eine zu strikte Trennung von Wirtschafts- und Währungspolitik, die so nicht möglich sei.<sup>42</sup> Für ihn ist es „rätselhaft“, wie in einem ökonomisch schon derart umstrittenen Thema das Gericht sich für fachlich entscheidungsfähig halten konnte, wozu er auf die Kritik in den Abweichenden Meinungen der Richter Lübke-Wolff und Gerhardt ver-

---

<sup>35</sup> Ebd., Rn. 84 ff.

<sup>36</sup> Ebd., Rn. 95.

<sup>37</sup> Ebd., Rn. 102 f.

<sup>38</sup> *Lübke-Wolff, Gerhardt*, Abweichende Meinung zu: BVerfG vom 14.01.14, 2 BvR 2728/13.

<sup>39</sup> *Herrmann* (2012), S. 811 f.

<sup>40</sup> *Steinbach* (2013), S. 920.

<sup>41</sup> Ebd., S. 921.

<sup>42</sup> *Mayer* (2014), S. 478 f.

weist.<sup>43</sup> Die Konformitätsanforderungen des BVerfG an das OMT<sup>44</sup> lehnt Mayer ab, da dadurch die Effektivität des Programms und die Handlungsfähigkeit der EZB abhanden gingen.<sup>45</sup> Die Erwähnung der „*Verfassungsidentität des Grundgesetzes*“<sup>46</sup> in der Urteilsbegründung ist laut dem Autor sachlich nicht nachvollziehbar, er sieht hier eher eine Strategie des BVerfG, bei Verneinung des Ultra-vires-Vorwurfes durch den EuGH eine Alternative zur Verhinderung des OMT zu haben: So hat das BVerfG in seiner Lissabon-Entscheidung<sup>47</sup> die Identitätskontrolle erfunden, die die Prüfung des Handelns europäischer Organ bei potentieller Beeinträchtigung der Verfassungsgrundsätze ermöglicht.<sup>48</sup> Mayer kritisiert dies deutlich, da nur ein Ultra-vires-Akt eines tatsächlichen Rechtsverstößes bedarf, während ein identitätsverletzender Akt ins beliebige Ermessen nationaler Gerichte falle, Unionsakte selektiv für unanwendbar zu erklären, was mit der EU als Rechtsgemeinschaft nicht vereinbar sei.<sup>49</sup> Zur Begründung des BVerfG mit einer Beeinträchtigung des parlamentarischen Budgetrechts schreibt er:

*„Falls man jemals Bedarf für ein Beispiel eines weit hergeholtten juristischen Arguments haben sollte – dies ist ein Beispiel. Die Argumentation erscheint fast zu fernliegend, um sie ernsthaft zu diskutieren.“*<sup>50</sup>

Er verweist auf die Geschichte der Bundesbank, in der wiederholt Verluste eingefahren wurden, ohne dass es jemals zu Beeinträchtigungen des Demokratieprinzips gekommen sei.

Wie bereits Steinbach erwähnt Mayer die Honeywell-Entscheidung: Selbst wenn das OMT ein ausbrechender Akt sei, entbehre es der Erfüllung des Offenkundigkeitskriteriums, schaue man auf die lange Zeit zur Entscheidungsfindung, die andere Auffassung der beiden dienstältesten Richter und die Uneinigkeit unter Ökonomen und Geldpolitikern. Zudem sei die Erfüllung der Bedingung einer Verschiebung des Kompetenzgefüges fraglich, wenn es um einen Bereich gehe, in dem keine nationalen Kompetenzen existierten, die zu etwas ähnlichem wie dem OMT in der Lage seien.<sup>51</sup>

Zuletzt werden auch allgemeinere Probleme angesprochen: Die Macht eines Gerichtes, durch eine solche Entscheidung ggf. schwerwiegende Konsequenzen für die Weltwirtschaft auszulösen, aber auch das Paradoxon, demokratisch unlegitimierte Institutionen wie eine Zentralbank und ein Gericht stritten um die Auslegung des Demokratieprinzips, während bspw. der Deutsche Bundestag längst einen Beschluss gegen das OMT hätte fassen können.<sup>52</sup>

Thiele (2014) kritisiert die ökonomischen Begründungen des BVerfG. Er argumentiert, da der EZB selbst durch die Verträge Aufgaben wie die Unterstützung der Wirtschaftspolitik und die Bankenaufsicht zugeteilt sind, die nicht in die Geldpolitik i. e. S. fallen, und ob des Instrumentenerfindungsrechts in Art. 20 Abs. I ESZB-Satzung sowie einer zu verneinenden beliebigen Austauschbarkeit von Maßnahmen falle der geldpoliti-

---

<sup>43</sup> Ebd., S. 480.

<sup>44</sup> BVerfG vom 14.01.14, 2 BvR 2728/13, Rn. 100.

<sup>45</sup> Mayer (2014), S. 485.

<sup>46</sup> BVerfG vom 14.01.14, 2 BvR 2728/13, Rn. 102.

<sup>47</sup> BVerfG vom 30.06.09, 2 BvE 2/08.

<sup>48</sup> Mayer (2014), S. 495.

<sup>49</sup> Ebd., S. 496.

<sup>50</sup> Ebd., S. 498.

<sup>51</sup> Ebd., S. 505.

<sup>52</sup> Ebd., S. 501, 509 f.



schen Begründung eine hohe Bedeutung zu.<sup>53</sup> Außerdem sei eine geldpolitische Motivation bereits bei einer vertretbaren Begründung anzunehmen; auch bestünde kein „Begünstigungsverbot“, Auswirkungen auf Staatsfinanzen seien also irrelevant, zuletzt verliere eine Maßnahme ihren geldpolitischen Charakter nicht bereits dadurch, dass sie in ähnlicher Form schon als wirtschaftspolitische Maßnahme bestünde.<sup>54</sup> Die Argumentation des BVerfG sei aus dieser Sicht deshalb sachlich falsch und lasse bereits „auf den ersten Blick handwerkliche Mängel erkennen“.<sup>55</sup>

*Simon* (2015) schließt sich im Kern der Argumentation an, im OMT keinen Verstoß gegen die Artt. 123, 125 AEUV zu sehen, auch wenn diese Möglichkeit offen bleibe.<sup>56</sup> Er betont, ein Gericht könne die Expertise, die die Entschätzungsprärogative der EZB begründe, kaum ersetzen, analog zur Rechtsprechung des EuGH zur Wirtschaftspolitik seien geldpolitische Maßnahmen nur dann als europarechtswidrig anzusehen, wenn sie zur Zielerreichung offensichtlich ungeeignet seien.<sup>57</sup> Da es juristisch nur relevant sei, ob sich die ergriffene Maßnahme als vertretbar erweise, erübrige sich auch der vom BVerfG vorgenommene Verweis auf die entgegenstehende Auffassung der Deutschen Bundesbank.<sup>58</sup> Zuletzt betont er auch, das OMT sei nicht gänzlich demokratisch unlegitimiert, mache es sich doch die intergouvernementale Legitimation des ESM, an den es konditional angebunden ist, zunutze.<sup>59</sup>

*Lammers* (2015) schließt sich der Meinung an, ein Verstoß gegen Art. 123 Abs. 1 und Art. 125 Abs. 1 S. 2 AEUV scheide letztlich ob der Einschätzungsprärogative der EZB aus. Er sieht aber ebenfalls dort eine Grenze des Zulässigen erreicht, wo die situative Bedingung nicht mehr erfüllt ist, dass der Finanzmarkt Liquidität nachfragen muss, was für die Transmission, deren Aufrechterhaltung ja erklärtes Ziel ist, notwendig sei.<sup>60</sup>

*Ludwigs* (2015) fordert im Zuge der OMT-Entscheidung, den Ultra-vires-Vorbehalt in der Identitätskontrolle aufgehen zu lassen, anstatt sich vorzuhalten, diese parallel anzuwenden und dadurch zu riskieren, erstere zum Popularklageanspruch verkommen zu lassen.<sup>61</sup> Er hält das Urteil auch materiell-rechtlich für falsch ob der Unvereinbarkeit einer offensichtlichen Kompetenzüberschreitung und einer noch möglichen unionsrechtskonformen Auslegung durch den EuGH.<sup>62</sup> Einen Identitätsvorbehalt schließt er jedoch nicht aus, insbesondere da laut ihm offen sei, ob das Handeln der EZB tatsächlich zur Handlungsunfähigkeit des Bundestags führen könne, was ob der Dimensionen der Staatsanleihenkäufe, des EZB-Kapitalanteils der Bundesbank und der Nachschusspflicht des Bundes in Art. 88 GG nicht auszuschließen sei. Eine Lösung sieht er in der von Cruz Villalón formulierten Ansicht (s. o.), EZB-interne quantitative Beschränkungen für verpflichtend zu erklären, außerdem müsste als Gesamtvolumensobergrenze die Wahrung des nationalen Budgetrechts anerkannt werden.<sup>63</sup>

---

<sup>53</sup> *Thiele* (2014), S. 695.

<sup>54</sup> Ebd., S. 697 f.

<sup>55</sup> Ebd., S. 694.

<sup>56</sup> *Simon* (2015), S. 128.

<sup>57</sup> Ebd., S. 115.

<sup>58</sup> Ebd., S. 121.

<sup>59</sup> Ebd., S. 127.

<sup>60</sup> *Lammers* (2015), S. 217.

<sup>61</sup> *Ludwigs* (2015), S. 539 f.

<sup>62</sup> Ebd., S. 541.

<sup>63</sup> Ebd., S. 542 f.

### 3. Das Urteil des Europäischen Gerichtshofs

Am 16. Juni 2015 erging schließlich das Urteil des EuGH zum OMT. Das Gericht betont, eine Definition von Währungspolitik sei nicht in den Verträgen zu finden, vielmehr käme es nach der eigenen Rechtsprechung entscheidend auf das Ziel einer Maßnahme an, die Wiederherstellung des Transmissionsmechanismus sei in diesem Falle legitim, eine sekundäre Beeinflussung der wirtschaftspolitischen Stabilität der Eurozone irrelevant.<sup>64</sup>

Genau so wenig sei die Selektivität zu beanstanden, die der gezielten Beseitigung von Störfaktoren der Transmission gelte.<sup>65</sup> Der EuGH hält sich bei der Darlegung der Ziele des OMT an den Wortlaut der EZB – im Gegensatz zum BVerfG, das von der Neutralisierung von „Zinsaufschläge[n] auf Staatsanleihen einzelner Mitgliedsstaaten [...] die die Refinanzierung dieser Mitgliedsstaaten belasten“<sup>66</sup> und nicht der Wiederherstellung des Transmissionsmechanismus in der gesamten Währungszone als Zielsetzung ausging.

Dass die EZB mit der Bindung an EFSF und ESM die Umsetzung dieser Programme fördere, sei im Rahmen der Unterstützung der Wirtschaftspolitik der Union (Artt. 119 Abs. 2, 127 Abs. 1, 282 Abs. 2 AEUV) unproblematisch.<sup>67</sup> Es liege keine eine Kompetenzüberschreitung begründende Parallelität zwischen OMT und ESM vor, da diese sich in der Zielsetzung grundlegend unterschieden, was der EuGH mit seiner Pringle-Rechtsprechung begründet; anders als das BVerfG, das hierin gerade einen Beweis dafür sah.<sup>68</sup>

Sich mit der Frage der Verhältnismäßigkeit beschäftigend stellte der EuGH die Geeignetheit mangels ökonomischer Beurteilungsfehler und einer plausiblen Begründung fest, sowie die Erforderlichkeit, insbesondere da das OMT durch die Rettungsschirm-Konditionalität ausreichend im Volumen begrenzt sei.<sup>69</sup>

Bezüglich eines etwaigen Verstoßes gegen Art. 123 AEUV verweist das Gericht auf die Bedeutung der teleologischen Auslegung der Norm und die Ausführungen des Generalanwalts Cruz Villalón, wonach der EZB hinreichende Garantieplichten zur Einhaltung oblägen: Einem Erwerb am Primärmarkt stünde es gleich, wenn Marktteilnehmer bei der Emission von Anleihen auf einen Kauf durch die EZB vertrauen könnten, einer solche Marktverfälschung begegne die EZB jedoch laut dem EuGH durch Mindestwartefristen beim Erwerb und interne quantitative Begrenzungen, die Erstkäufern die Weiterveräußerungsgarantie nähmen.<sup>70</sup> Ferner widersprächen einem Verstoß gegen Art. 123 AEUV die Möglichkeit, das OMT jederzeit zu beenden; der Vorbehalt, Anleihen bis Laufzeitende zu halten und der Verzicht auf eine bevorzugte Gläubigerstellung seien ebenfalls unproblematisch.<sup>71</sup>

---

<sup>64</sup> Ebd., Rn. 42, 46, 50.

<sup>65</sup> Ebd., Rn.

<sup>66</sup> BVerfG vom 14.01.14, 2 BvR 2728/13, Rn. 70.

<sup>67</sup> EuGH vom 16.06.15, C-62/14, Rn. 59.

<sup>68</sup> Ebd., Rn. 64.

<sup>69</sup> Ebd., Rn. 66 ff.

<sup>70</sup> Ebd., Rn. 100 ff.

<sup>71</sup> Ebd., Rn. 117 f., 126.

## C. Fazit

Draghis Politik wirkt. Bleibt man bei der europäischen Sicht der Auslegung der EZB-Maßnahmen, diese als Geld- und nicht als Wirtschaftspolitik zu charakterisieren, so zeigt sich, dass sie ihrer Zielsetzung gerecht werden: Die Staatsanleihenkäufe haben durch Zinsaufschlagsenkungen zur Re-Etablierung eines funktionierenden Transmissionsmechanismus entscheidend beigetragen, bzw. – wie im Falle des OMT – die Glaubwürdigkeit der Zentralbank unter Beweis gestellt, die Währungsstabilität wider die Krise aufrechtzuerhalten.

Umstrittener sind die wirtschaftspolitischen, (laut Meinung des EuGH) sekundären Auswirkungen: Das vielfach hervorgebrachte Argument der „Enteignung der Sparer“<sup>72</sup> durch die EZB lässt sich jedoch u. a. dadurch relativieren, dass der Renditerückgang nicht nur durch niedrige Leitzinsen, sondern auch eine sehr niedrige Inflation determiniert ist. Ferner trifft sie auch nicht die Gesamtheit der Deutschen, wie oft suggeriert wird: Geringvermögende, besonders junge Menschen profitieren von einer positiven Umverteilungswirkung, ein Senken der Sparquote halten ferner einige Ökonomen für angebracht.

Der Auffassung des EuGH und einer Mehrheit der juristischen Literatur, die EZB-Maßnahmen mit dem Mandat der Geldpolitik und dem Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung als vereinbar anzusehen, kann man sich prinzipiell anschließen. Es bleibt jedoch zu beachten, dass wegen der letztlich unklaren Abgrenzung von Geld- und Wirtschaftspolitik, des weit gefassten inhaltlichen Mandats der Zentralbank und der Auswirkung eines etwaigen Zunichtemachens der EZB-Politik durch ein Urteil die Entscheidung nichts an der Tatsache ändert, dass sich Mario Draghi mit seinem Kurs an den Grenzen des rechtlich Möglichen bewegt. Die theoretische Frage nach dem rechtlich Zulässigen wird nicht immer der Realität gerecht, was die kontextuale Einordnung von Staatsanleihenkäufen als entweder Geld- oder Wirtschaftspolitik demonstriert.<sup>73</sup>

Indem der EuGH die fachliche Zentralbankunabhängigkeit respektierte und derart hohe Hürden für das Widerlegen der Richtigkeit ihrer Entscheidungen setzte, stieß er denjenigen vor den Kopf, die sich bei der Konstituierung der EZB so sehr für ihre Unabhängigkeit eingesetzt hatten, nämlich den deutschen Geldpolitikern. Sich auf deren Expertise stützend hat das BVerfG eine ökonomische Sachentscheidung getroffen, die sogar den Wortlaut der EZB verließ (aus dem legitimen Ziel der Erhaltung des Transmissionsmechanismus wurde die Senkung staatlicher Refinanzierungskosten, s. o.), worin zu Recht kein Erfolg begründet war.

---

<sup>72</sup> Vgl. Focus, Sparer verlieren 230 Milliarden Euro durch „schleichende Enteignung“, 14.08.14, [http://www.focus.de/finanzen/experten/schickentanz/niedrige-zinsen-sparer-verlieren-230-milliarden-durch-schleichende-enteignung\\_id\\_4059806.html](http://www.focus.de/finanzen/experten/schickentanz/niedrige-zinsen-sparer-verlieren-230-milliarden-durch-schleichende-enteignung_id_4059806.html), 21.07.15.

<sup>73</sup> Vgl. Lammers (2015), S. 218: „Ob die unkonventionellen Maßnahmen der EZB wirtschaftlich sinnvoll oder politisch richtig sind, ist mit der rechtlichen Qualifizierung als zulässig hingegen nicht gesagt.“

## Literaturverzeichnis

- Altavilla C. / Gianonne D. / Lenza M.*, The Financial and Macroeconomic Effects of the OMT Announcements, Working Paper No. 352, 2014, Center for Studies in Economics and Finance.
- Draghi M.*, EZB-Pressekonferenz vom 02.08.12, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120802.en.html>, abgerufen am 18.05.15.
- Draghi M.*, Rede auf der Global Investment Conference in London, 26.07.12, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, abgerufen am 18.05.15.
- EFSF*, Key figures, <http://www.efsf.europa.eu/about/key-figures/index.htm>, abgerufen am 11.05.15.
- Eser F. / Schwaab B.*, Assessing the Asset Purchases Within the ECB's Securities Markets Programme, ECB Working Paper Series No 1587 / September 2013.
- Europäische Zentralbank*, Beurteilung der Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet während der Staatsschuldenkrise, in: EZB-Monatsbericht August 2012.
- Europäische Zentralbank*, Heterogenität der Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet und deren politische Implikationen, in: EZB-Monatsbericht August 2012.
- Europäische Zentralbank*, Open Market Operations, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>, abgerufen am 13.05.15.
- Europäische Zentralbank*, Pressemitteilung vom 10.05.10.
- Europäische Zentralbank*, Pressemitteilung vom 06.09.12.
- Europäische Zentralbank*, Summary of ad hoc communications, <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>, abgerufen am 12.05.15.
- Eurostat*, BIP zu Marktpreisen, [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama\\_gdp\\_c&lang=de](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_gdp_c&lang=de), Zahlen für das Jahr 2013, abgerufen am 19.05.15.
- Eurostat*, *jährl.* Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=tec00097&plugin=1>, abgerufen am 13.05.15.
- Ghysels E. / Idier J. / Manganelli S. / Vergote O.*, A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme, ECB Working Paper Series No 1642 / Februar 2014.
- Görgens E. / Ruckriegel K. / Seitz F.*, Europäische Geldpolitik, 6. Aufl., Konstanz 2014.
- Herrmann C.*, Die Bewältigung der Euro-Staatsschulden-Krise an den Grenzen des deutschen und europäischen Währungsverfassungsrechts, EuZW 2012 Heft 21.
- Lammers L.*, Die Politik der EZB an den Grenzen ihres Mandats?, EuZW 2015.
- Ludwigs M.*, Der Ultra-vires-Vorbehalt des BVerfG – Judikative Kompetenzanmaßung oder legitimes Korrektiv?, NwZ 2015.
- Mayer F. C.*, Rebels without a cause? Zur OMT-Vorlage des Bundesverfassungsgerichts, EuR 2014.
- o.V.*: Sparer verlieren 230 Milliarden Euro durch „schleichende Enteignung“, 14.08.14, [http://www.focus.de/finanzen/experten/schickentanz/niedrige-zinsen-sparer-verlieren-230-milliarden-durch-schleichende-enteignung\\_id\\_4059806.html](http://www.focus.de/finanzen/experten/schickentanz/niedrige-zinsen-sparer-verlieren-230-milliarden-durch-schleichende-enteignung_id_4059806.html), abgerufen am 21.07.15.
- o.V.*, Draghi weckt Hoffnung auf Eingreifen der EZB, 26.07.12, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-07/draghi-ezb-intervention>, abgerufen am 18.05.15.
- Rat der EU*, Statement by the Euro Group vom 02.05.10, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/100502-%20Eurogroup\\_statement-sn02492.en10.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/100502-%20Eurogroup_statement-sn02492.en10.pdf), abgerufen am 11.05.15.

- Simon S.*, „Whatever it takes“: Selbsterfüllende Prophezeiung am Rande des Unionsrechts?, EuR 2015.
- Steinbach A.*, Die Rechtmäßigkeit der Anleihenkäufe der Europäischen Zentralbank, NwZ 2013.
- Szczerbowicz U.*, The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments?, CEPII, WP No 2012-26.
- Thiele A.*, Die EZB als fiskal- und wirtschaftspolitischer Akteur?, EuZW 2014.

Abgeschlossen Juli 2015  
[www.logos-verlag.de](http://www.logos-verlag.de) unter ‚Zeitschriften‘  
[www.w-hs.de/ReWir](http://www.w-hs.de/ReWir)

Impressum: Westfälische Hochschule, Fachbereich Wirtschaftsrecht, August-Schmidt-Ring 10  
D - 45665 Recklinghausen, [www.w-hs.de/wirtschaftsrecht](http://www.w-hs.de/wirtschaftsrecht)



Dieser Text steht unter der Lizenz ‚Namensnennung- Keine kommerzielle Nutzung - Keine Bearbeitung 3.0 Deutschland‘ (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/de/>)



Vertrieb: Logos Verlag Berlin GmbH  
Comeniushof, Gubener Straße 47  
10243 Berlin  
<http://www.logos-verlag.de>