

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) hat im Jahr 2014 dem Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) mehrere Fragen zur Vereinbarkeit des „Outright Monetary Transactions“ (OMT)-Programms mit dem Unionsrecht zur Vorabentscheidung vorgelegt. Das OMT-Programm ebnet den Weg zum selektiven Erwerb von Staatsanleihen von Euro-Krisenstaaten. Der EuGH entschied ein Jahr später, dass das OMT-Programm von der Zuständigkeit der EZB gedeckt ist und nicht gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung verstößt. Die Bedenken des BVerfG wurden nur teilweise aufgegriffen. Nun ist das BVerfG wieder am Zug.

Der Kronberger Kreis, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft, erklärt in dieser Studie, warum die Urteilsbegründung des EuGH, würde sie vom BVerfG gebilligt, nicht mehr korrigierbare Folgen hätte. Sie beinhaltet eine Entgrenzung des geldpolitischen Mandats der Europäischen Zentralbank (EZB) und eine langfristige Schwächung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung. Eine effektive gerichtliche Kontrolle der Grenzen der Zuständigkeit der EZB wäre nicht mehr gewährleistet. Aus einer Krisenintervention der EZB droht so eine strukturelle Weichenstellung für die Europäische Währungsunion in die falsche Richtung zu werden.

Das BVerfG bleibt gleichwohl zu einer europarechtsfreundlichen Ausübung der Ultra-vires-Kontrolle verpflichtet. Ein Bruch des Kooperationsverhältnisses zwischen BVerfG und EuGH könnte im gegenwärtigen Umfeld weitreichende Folgen haben. Wollte das BVerfG dem EuGH deswegen im Ergebnis folgen, so könnte es sich durch eine abweichende Begründung des eigenen Urteils für die Zukunft eine gerichtliche Überprüfung von Maßnahmen der EZB anhand anders verstandener unionsrechtlicher Maßstäbe vorbehalten.

„Mehr Mut zum Markt“ lautet die Devise des Kronberger Kreises, dem wissenschaftlichen Beirat der Stiftung Marktwirtschaft. Der 1982 gegründete Kronberger Kreis entwickelt ordnungspolitische Reformkonzepte, mit dem Ziel, die freiheitliche Ordnung in Deutschland und Europa weiterzuentwickeln. Den Staat sieht er als Regelsetzer und Schiedsrichter, nicht als Mitspieler und „Übervater“. Mit seinen Konzepten prägt der Kronberger Kreis seitdem die wirtschaftspolitische Diskussion mit.



ISBN 3-89015-120-5



Das entgrenzte Mandat der EZB

Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen

Kronberger KreisLars P. Feld, Clemens Fuest, Justus Haucap,
Heike Schweitzer, Volker Wieland, Berthold U. Wigger

**Das entgrenzte Mandat der EZB
Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen**

Kronberger Kreis

Lars P. Feld, Clemens Fuest, Justus Haucap,
Heike Schweitzer, Volker Wieland, Berthold U. Wigger

Bibliographische Information der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische
Daten sind im Internet über <http://ddb.de> abrufbar.

© 2016

Stiftung Marktwirtschaft (Hrsg.)
Charlottenstraße 60
10117 Berlin
Telefon: +49 (0)30 206057-0
Telefax: +49 (0)30 206057-57
www.stiftung-marktwirtschaft.de

ISBN: 3-89015-120-5

Titelfoto: © ChaotiC_PhotoGraphY – Fotolia.com, Daniel_Mock – Fotolia.com / Montage

	Executive Summary	5
I	Das Mandat der EZB und seine Grenzen – Einleitung	7
II	Die Verabschiedung des OMT-Programms durch die EZB	11
III	Das Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht	15
IV	Das OMT-Urteil des EuGH – eine kritische Würdigung	17
	1 Gerichtliche Kontrolle des Handelns der EZB	17
	2 Hat die EZB mit dem OMT-Beschluss die primärrechtlich vorgegebenen Grenzen ihres Mandats überschritten?	18
	3 Verstößt das OMT-Programm in anderer Weise gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung, Art. 123 Abs. 1 AEUV?	30
V	Was nun?	35

Executive Summary

Die Staatsschuldenkrise hat zunächst den Fortbestand der Europäischen Währungsunion (EWU) zweifelhaft erscheinen lassen. In der Folge sind nunmehr ihre rechtlichen Grundlagen gefährdet.

In der EWU ist die geldpolitische Zuständigkeit in den Händen des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zentralisiert. Vorrangiges Ziel der Geldpolitik ist die Preisstabilität. Die wirtschaftspolitische Zuständigkeit verbleibt bei den Mitgliedstaaten. Ihre Ausübung wird durch die Europäische Union koordiniert. Die mitgliedstaatlichen Haushaltspolitiken werden im Übrigen durch die Märkte für Staatsanleihen diszipliniert: Weder die Tilgung von Schulden durch andere Mitgliedstaaten („No-Bailout“-Klausel) noch die monetäre Staatsfinanzierung durch die Europäische Zentralbank (EZB) sind erlaubt.

Unter enger Auslegung der „No-Bailout“-Klausel hat der Europäische Gerichtshof (EuGH) im *Pringle*-Urteil (2012) die Einrichtung eines Europäischen Stabilitätsmechanismus durch die Euro-Mitgliedstaaten für zulässig erachtet. Als die Zinsen der Staatsanleihen von Krisenstaaten weiter stiegen, griff die EZB ein. Im derzeit beim Bundesverfassungsgericht (BVerfG) anhängigen Verfahren zu den „Outright Monetary Transactions“ (OMT) sind die Grenzen der Zuständigkeit der EZB und der Gehalt des Verbots monetärer Staatsfinanzierung zu klären. Erstmals in seiner Geschichte hat sich das BVerfG im Rahmen eines Vorabentscheidungsverfahrens an den EuGH gewandt. Mit Urteil vom 16.06.2015 (C-62/14) hat der EuGH das OMT-Programm für mit dem Unionsrecht vereinbar erklärt. Nun ist erneut das BVerfG am Zug.

Nach Ansicht des Kronberger Kreises, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft, läuft die Begründung des EuGH-Urteils auf eine Entgrenzung des Mandats der EZB hinaus. Zwar bekräftigt der EuGH in seinem Urteil, dass Rechtsakte des ESZB der gerichtlichen Kontrolle unterliegen. Eine allgemeine Zuständigkeit des ESZB zur „Entstörung“ eines gestörten Transmissionsmechanismus oder gar zur Gewährleistung der Einheitlichkeit der Transmission geldpolitischer Signale in alle Mitgliedstaaten griffe jedoch unweigerlich und systematisch in den Bereich der Wirtschaftspolitik über. Die uneinheitliche Auswirkung geldpolitischer Maßnahmen kann unter anderem die Folge der unterschiedlichen Bedeutung verschiedener Wirtschaftssektoren in den Mitgliedstaaten sein, die Ausdruck einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb ist. Sie kann ferner die Folge unter-

schiedlicher Regulierung der Finanz-, Arbeits- und Gütermärkte sein, die in die Verantwortung der Mitgliedstaaten fällt. Eine „einheitliche Geldpolitik“ darf daher nicht bedeuten, dass die EZB einheitliche Wirkungen geldpolitischer Signale in den Mitgliedstaaten zu gewährleisten hat. Andernfalls würde zudem die im System der EWU notwendige Marktdisziplinierung der mitgliedstaatlichen Finanzpolitiken außer Kraft gesetzt. Sie kann durch die Bindung der Krisenstaaten an Anpassungsprogramme nicht ersetzt werden.

Das OMT-Programm zielte faktisch auf den Erhalt der Euro-Währungszone in ihrem Mitgliederbestand ab – eine Zielsetzung, die nicht mehr in den Bereich der Geldpolitik fällt. Mit der Entgrenzung des geldpolitischen Mandats der EZB durch das EuGH-Urteil schwindet die Legitimität der Unabhängigkeit der EZB. Je mehr geld- und wirtschaftspolitische Zuständigkeiten ineinander übergehen, desto mehr wandelt sich zudem das Verhältnis zwischen EZB, Euro-Mitgliedstaaten und EU zu einem politisch geprägten Kooperationsverhältnis, in welchem das Primat der Preisstabilität durch andere Ziele überdeckt werden kann.

Mit dem gezielten Aufkauf von Staatsanleihen mit erhöhtem und nicht gesondert abgesichertem Verlustrisiko wird ferner das Verbot der monetären Staatsfinanzierung unterlaufen, das im System der EWU die Marktdisziplinierung der Euro-Mitgliedstaaten gewährleisten soll. Der EuGH hat das Verbot so eng ausgelegt, dass es diese zentrale Funktion nicht mehr erfüllen kann.

Der Kronberger Kreis erkennt auf der anderen Seite die Gefahr, die mit einem Bruch des Kooperationsverhältnisses zwischen Bundesverfassungsgericht und EuGH verbunden wäre. Das BVerfG ist zu einer unionsrechtsfreundlichen Ausübung der Ultra-vires-Kontrolle verpflichtet und darf den Bestand der EU als Rechtsgemeinschaft nicht leichtfertig gefährden. Würde das BVerfG dem EuGH vor diesem Hintergrund im Ergebnis folgen, so könnte es sich durch eine abweichende Begründung des eigenen Urteils für die Zukunft eine gerichtliche Überprüfung von Maßnahmen der EZB anhand anders verstandener unionsrechtlicher Maßstäbe vorbehalten.

I Das Mandat der EZB und seine Grenzen – Einleitung

In der Europäischen Währungsunion (EWU) ist dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) die Aufgabe übertragen, die Geldpolitik der EWU festzulegen und auszuführen (Art. 127 Abs. 2 AEUV). Vorrangiges Ziel ist die Preisstabilität (Art. 127 Abs. 1, Art. 119 Abs. 2 AEUV). Soweit es ohne Beeinträchtigung dieses vorrangigen Ziels möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der EWU. Art. 130 AEUV garantiert der Europäischen Zentralbank (EZB) wie den anderen Mitgliedern des ESZB die Unabhängigkeit von Weisungen oder anderen Einflussnahmen.

In einer Wirtschafts- und Währungsunion, in der die geldpolitische Kompetenz beim ESZB angesiedelt ist, die wirtschafts- und finanzpolitische Kompetenz hingegen grundsätzlich bei den Mitgliedstaaten verbleibt, bedarf es besonderer Regeln zur Koordinierung und Kontrolle der Wirtschafts- und Finanzpolitiken der Mitgliedstaaten und zur Abgrenzung der Geldpolitik von der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Eines der Grundprinzipien der EWU ist dabei die Disziplinierung mitgliedstaatlicher Haushaltspolitiken durch die Kapitalmärkte. Die Mitgliedstaaten sollen weder auf eine Tilgung ihrer Schulden durch andere Mitgliedstaaten („No-Bailout“-Klausel, Art. 125 Abs. 1 AEUV) noch auf deren Finanzierung durch die EZB (Verbot der monetären Staatsfinanzierung, Art. 123 Abs. 1 AEUV) vertrauen können.¹ Euro-Mitgliedstaaten müssen je nach ihrer finanziellen Leistungsfähigkeit und ihrem Finanzgebaren bei der Ausgabe von Staatsanleihen mit unterschiedlichen Zinsaufschlägen rechnen. Weder das ESZB noch die Mitgliedstaaten sollen die Disziplinierung eigenverantwortlicher öffentlicher Haushaltspolitiken durch den Markt außer Kraft setzen. Die Marktdisziplin wird ergänzt durch das Defizitverfahren (Art. 126 AEUV) sowie seit dem Jahr 2013 durch den Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion.²

Die Staatsschuldenkrise hat sowohl den Bestand der EWU als auch ihre rechtlichen Grundlagen in Gefahr gebracht. Unter enger Auslegung des Art. 125 AEUV hat der EuGH im *Pringle*-Urteil (2012) die Einrichtung eines Europäischen Stabili-

¹ Siehe dazu Generalanwältin J. Kokott, Schlussanträge v. 27.11.2012, Rn. 129 ff., in EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12, „Pringle“.

² Vertrag v. 02.03.2012; vgl. BGBl. II 2012, S. 1008.

tätsmechanismus (ESM) durch die Euro-Mitgliedstaaten für mit der „No-Bailout“-Klausel vereinbar erklärt.³ Nachdem trotz verschiedener Rettungsmaßnahmen für Krisenstaaten die Zinsen für deren Staatsanleihen weiter gestiegen waren, griff die EZB ein. In einer berühmt gewordenen Rede vom 26.07.2012 erklärte Mario Draghi, die EZB werde im Rahmen ihres Mandates alles Erforderliche tun („whatever it takes“), um den Euro zu erhalten. Am 06.09.2012 beschloss der Rat der EZB sodann grundlegende Kriterien für das im August 2012 anlässlich einer Pressekonferenz angekündigte „Outright Monetary Transactions“ (OMT)-Programm: Die EZB erklärte sich mit diesem Programm grundsätzlich bereit, in großem Umfang Staatsanleihen von Krisenstaaten der Euro-Zone auf den Sekundärmärkten zu erwerben. Vorausgesetzt waren die Teilnahme des betroffenen Mitgliedstaates an einem Finanzhilfeprogramm der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) oder des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) sowie die Einhaltung der damit verbundenen Bedingungen (Konditionalität).

Das Eingreifen der EZB brachte zwar die Zinswende. Die EZB hat sich damit aber an die Grenzen ihres Mandats begeben. Vorbehaltlich einer restriktiven Interpretation des OMT-Programms waren die Grenzen nach Überzeugung der Mehrheit der Richterinnen und Richter des Zweiten Senats des Bundesverfassungsgerichtes bereits überschritten. Zum ersten Mal in seiner Geschichte hat sich das Bundesverfassungsgericht jedoch zu einer Vorlage an den EuGH entschlossen: Der EuGH sollte klären, ob das OMT-Programm der EZB mit Unionsrecht vereinbar ist.⁴

Der EuGH hat in seinem Urteil vom 16.06.2015⁵ zwar bekräftigt, dass Rechtsakte des ESZB der gerichtlichen Kontrolle unterliegen. Mit den Grundsätzen, die der EuGH zur Bestimmung der Zuständigkeit des ESZB und zur Kontrolle der Zulässigkeit seiner Maßnahmen entwickelt, wird eine rechtliche Kontrolle des ESZB für die Zukunft jedoch, wie im Folgenden gezeigt wird, nicht sichergestellt.

Nun ist das Bundesverfassungsgericht erneut am Zug – und steht vor einer schwierigen Entscheidung. Folgt es dem EuGH nicht, so bedeutet dies für das viel beschworene, zugleich stets prekäre Kooperationsverhältnis zwischen EuGH und Bundesverfassungsgericht einen scharfen Einschnitt. Dieser könnte schwere Konsequenzen für die Zusammenarbeit der Gerichte in Europa nach sich ziehen.

³ EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 „Pringle“.

⁴ BVerfGE 134, 366 (369) „Vorlagebeschluss OMT“.

⁵ EuGH, Urteil v. 16.06.2015, Rs. C-62/14 „OMT“.

Stellt das Bundesverfassungsgericht aber seine eigenen Bedenken in diesem für die Währungsunion grundlegenden Fall zurück, so wird aus einer Krisenintervention der EZB eine langfristige strukturelle Weichenstellung in die falsche Richtung. Das Urteil des EuGH bedeutet eine Entgrenzung des geldpolitischen Mandats. Mit der Begründung, der monetäre Transmissionsmechanismus müsse „entstört“ werden, könnte der EZB-Rat weitreichende Eingriffe in Bereiche der Wirtschafts- und Finanzpolitik rechtfertigen. Darüber hinaus wird das Verbot der monetären Staatsfinanzierung in seiner fundamentalen Bedeutung für die Wirtschafts- und Währungsunion nachhaltig geschwächt. Das Bundesverfassungsgericht kann daher aus Sicht des Kronberger Kreises dem OMT-Urteil des EuGH in seiner rechtlichen Begründung nicht folgen.

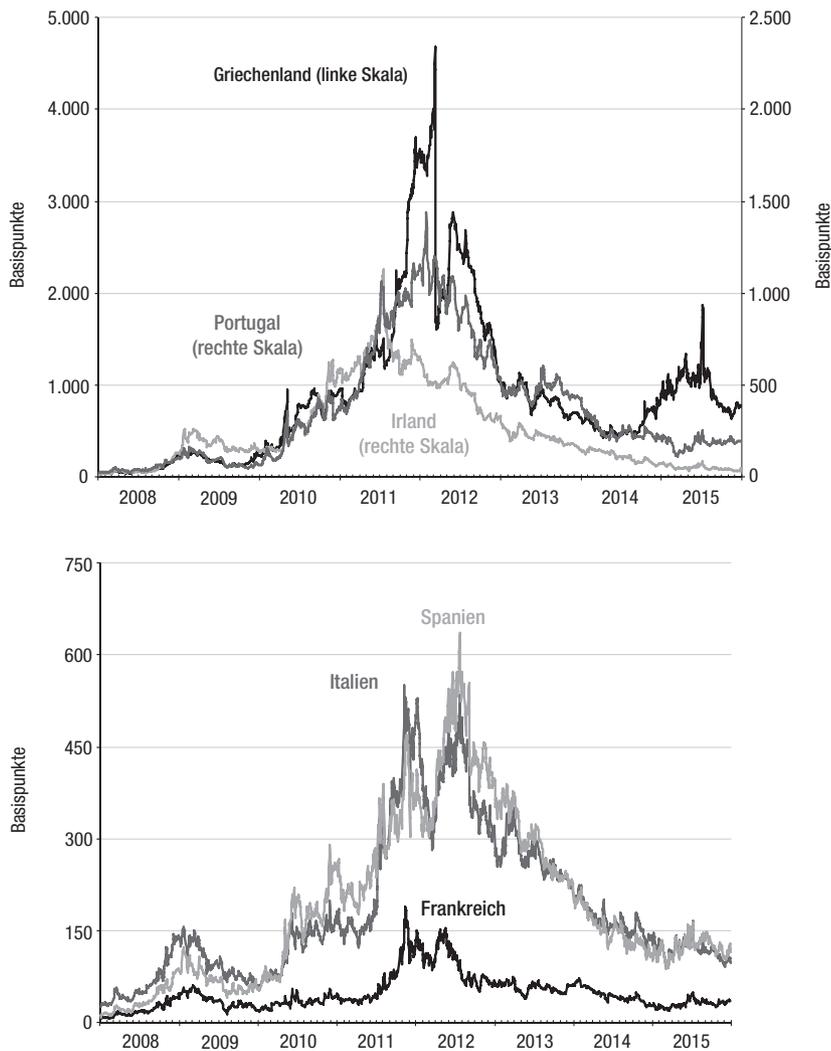
II Die Verabschiedung des OMT-Programms durch die EZB

In dem vor dem Bundesverfassungsgericht anhängigen Verfahren richteten sich mehrere Beschwerdeführer gegen die Mitwirkung der Deutschen Bundesbank an der Umsetzung des sog. OMT-Beschlusses sowie gegen die Untätigkeit der Bundesregierung gegen diesen Beschluss.

Mit dem Beschluss des Rates der EZB vom 06.09.2012 zu „Technical Features of Outright Monetary Transactions“ (OMT-Beschluss) sind grundlegende Kriterien für einen künftigen Ankauf von Staatsanleihen ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums festgelegt worden. Die EZB erklärte sich grundsätzlich bereit, in großem Umfang Staatsanleihen von Krisenstaaten der Euro-Zone auf den Sekundärmärkten zu erwerben, vorausgesetzt, dass diese an einem Finanzhilfeprogramm der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) oder des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) teilnehmen und dessen Bedingungen vollständig erfüllen (sog. Konditionalität). Das OMT-Programm sollte sich insbesondere auf Staatsanleihen mit einer Laufzeit von ein bis drei Jahren beziehen. Quantitative Beschränkungen wurden vorab nicht festgelegt. Das Ankaufprogramm sollte im Gegenteil so groß angelegt sein, dass es einen deutlichen Einfluss auf die Risikoaufschläge der Anleihen von Krisenstaaten ausüben kann. Die EZB kündigte zudem an, dass sie bereit sei, die gleiche Behandlung wie private Gläubiger zu akzeptieren (Pari-passu-Behandlung). Sie verpflichtete sich ferner zur vollständigen Sterilisierung der geschaffenen Liquidität: Eine Ausweitung der Bilanz durch die OMT sollte mithin durch andere Maßnahmen vermieden werden.

Hintergrund des OMT-Beschlusses war der kontinuierliche Anstieg der Risikoprämien für Staatsanleihen verschiedener Mitgliedstaaten in den Jahren 2011 und 2012 (vgl. Abbildung 1). Die Risikoprämien spiegelten die bei Anlegern verbreiteten Zweifel an der Zahlungsfähigkeit der betroffenen Staaten wider, nicht zuletzt aber die Zweifel an ihrer Bereitschaft und Fähigkeit, das Notwendige zu tun, um die Mitgliedschaft im Euro-Raum sicherzustellen. Der Anstieg der Zinsaufschläge führte wiederum dazu, dass sich die Einschätzung der Zahlungsfähigkeit oder -bereitschaft noch weiter verschlechterte. Das OMT-Programm sollte das Vertrauen in die gemeinsame Währung wiederherstellen. Laut einer Presseerklärung der EZB vom 06.09.2012 sollte die ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und

Abbildung 1: Renditedifferenzen* für ausgewählte Mitgliedstaaten des Euro-Raums



100 Basispunkte entsprechen 1 Prozentpunkt.

* Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen des jeweiligen Landes gegenüber deutschen Staatsanleihen.

Quellen: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Thomson Financial Datastream.

die Einheitlichkeit der Geldpolitik sichergestellt werden. Mit der geldpolitischen Transmission ist die Übertragung geldpolitischer Impulse zunächst auf die Marktzinsen, darüber dann auf die Konsum-, Investitions- und Auslandsnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und schließlich auf das Preissetzungsverhalten der Unternehmen gemeint.

Die EZB hat bisher im Rahmen des OMT-Programms keine Ankäufe von Staatsanleihen getätigt. Allein die Ankündigung des Programms entfaltete am Markt bereits starke Wirkung und trug dazu bei, dass die von den Euro-Krisenstaaten zu zahlenden Zinsen erheblich sanken. Bei den spanischen und italienischen Staatsanleihen setzte der Rückgang nach Draghis Rede im Sommer 2012 ein. Einer empirischen Analyse zufolge hat die Ankündigung des OMT-Programms die Renditen zweijähriger spanischer und italienischer Staatsanleihen um etwa zwei Prozentpunkte reduziert.⁶ Irische und portugiesische Zinsen waren schon ab Mitte 2011 beziehungsweise Frühjahr 2012 gefallen. Deutsche und französische Renditen sind im Kontext des OMT-Programms unverändert geblieben. EZB-Präsident Draghi hat die OMT-Ankündigung als die wohl erfolgreichste geldpolitische Maßnahme der neueren Zeit bezeichnet. Sie habe Stabilität gebracht, nicht nur für die Märkte in Europa, sondern weltweit (EZB Pressekonferenz, Juni 2013).

⁶ Siehe hierzu C. Altavilla/D. Giannone/M. Lenza, The Financial and Macroeconomic Effects of the OMT Announcements, CSEF Working Paper 352, January 2014.

III Das Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht

Die Nichtumsetzung des OMT-Programms hat zu einem Streit über die Zulässigkeit der Verfassungsbeschwerden geführt. Es fehle bereits an einer Maßnahme, die geeignet wäre, unmittelbare Wirkungen im Verhältnis zu Dritten zu begründen. Im Vorlagebeschluss vom 14.01.2014 hat das Bundesverfassungsgericht die Zulässigkeit der Verfassungsbeschwerden gleichwohl bejaht. Ein Vollzug des OMT-Programms habe nicht mehr korrigierbare Folgen. Die Voraussetzungen für die Gewährung vorbeugenden Rechtsschutzes seien daher erfüllt.⁷ Es ist davon auszugehen, dass das Bundesverfassungsgericht in der ausstehenden verfahrensabschließenden Entscheidung daran festhalten wird.⁸

Entscheidend ist mithin, ob das Bundesverfassungsgericht den OMT-Beschluss als Ultra-vires-Akt qualifiziert. Ein Ultra-vires-Akt liegt vor, wenn die EZB mit dem OMT-Beschluss offensichtlich ihr währungspolitisches Mandat überschritten oder gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung (Art. 123 Abs. 1 AEUV) verstoßen hat und der Verstoß zu einer „strukturell bedeutsamen Verschiebung zu Lasten der Mitgliedstaaten“ führt.⁹ Im Vorlagebeschluss hat das Bundesverfassungsgericht einen solchen qualifizierten Verstoß vorläufig bejaht. Im OMT-Beschluss liege ein offensichtlicher Übergriff der EZB in den Bereich der Wirtschaftspolitik, die in die Kompetenz der Mitgliedstaaten fällt. Strukturell bedeutsam sei dieser unter anderem deswegen, weil Entscheidungen über Hilfsmaßnahmen im Rahmen der „Eurorettungspolitik“ und über die Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets „wegen ihrer finanz- und allgemeinpolitischen Reichweite zum Kernbereich der wirtschaftspolitischen Kompetenz“ zählen und „in besonderer Weise vom demokratischen Prozess in den Mitgliedstaaten“ abhängen.¹⁰ Das Bundesverfassungsgericht ging ferner von einem offensichtlichen Verstoß gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung aus. Angesichts der Bedeutung dieses Verbots für die Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft – eine wesentliche Grundlage für die Beteiligung der Bundesrepublik Deutschland an der Währungsunion¹¹ – sei

⁷ BVerfGE 134, 366 (391) „Vorlagebeschluss OMT“.

⁸ Zu der insb. von J. Klement, JZ 2015, 754, 756 angedeuteten Möglichkeit, den Rechtsstreit für erledigt zu erklären, weil eine Aktivierung des OMT-Programms derzeit unwahrscheinlich ist, siehe unten.

⁹ BVerfGE 126, 286 (309) „Honeywell“.

¹⁰ BVerfGE 134, 366 (393) „Vorlagebeschluss OMT“.

¹¹ Vgl. BVerfGE 89, 155 (205) „Maastricht“.

dieser Verstoß strukturell bedeutsam, zumal durch Art. 123 Abs. 1 AEUV die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Bundestages abgesichert wird.¹²

Um seiner Verpflichtung gerecht zu werden, die Ultra-vires-Kontrolle europarechtsfreundlich auszuüben, hat das BVerfG die Frage nach der Vereinbarkeit des OMT-Beschlusses mit Unionsrecht jedoch zunächst dem EuGH zur Vorabentscheidung vorgelegt (Art. 267 AEUV). Im Vorlagebeschluss hat es zugleich eine mögliche restriktive Auslegung und Gültigkeitsbeschränkung des OMT-Beschlusses skizziert:¹³ Von einem Ultra-vires-Handeln sei nicht auszugehen, wenn sichergestellt sei, dass durch das OMT-Programm die Konditionalität der Hilfsprogramme von EFSF und ESM nicht unterlaufen würde. Dann hätte das OMT-Programm nur einen die Wirtschaftspolitik in der Union unterstützenden Charakter. Voraussetzung sei, dass das Volumen eines möglichen Ankaufs von Staatsanleihen von vornherein begrenzt werde. Die EZB dürfe sich – schon mit Blick auf das Verbot der monetären Staatsfinanzierung – außerdem nicht an einem Schuldenschnitt beteiligen. Es müsse ein hinreichender zeitlicher Abstand zwischen der Emission einer Staatsanleihe und ihrem Ankauf durch die EZB eingehalten werden. Eingriffe in die Preisbildung am Markt müssten möglichst vermieden werden. Schließlich dürften Staatsanleihen nicht bis zur Endfälligkeit gehalten werden.

¹² BVerfGE 134, 366 (394) „Vorlagebeschluss OMT“.

¹³ BVerfGE 134, 366 (417) „Vorlagebeschluss OMT“.

IV Das OMT-Urteil des EuGH – eine kritische Würdigung

Die Gelegenheit, das Kooperationsverhältnis mit den nationalen Verfassungsgerichten¹⁴ durch eine eigenständige Berücksichtigung der Bedenken des Bundesverfassungsgerichtes mit Leben zu füllen, hat der EuGH nicht ergriffen.¹⁵ Möglichkeiten, durch ein teilweises Aufgreifen der vom Bundesverfassungsgericht vorgeschlagenen Beschränkungen des OMT-Programms einen Ausgleich zu schaffen, waren im Vorfeld aufgezeigt worden.¹⁶ Stattdessen hat der EuGH das Mandat der EZB und das Verbot der monetären Staatsfinanzierung in einer Weise ausgelegt, die mit den umfassend begründeten Bedenken des Bundesverfassungsgerichtes nicht in Einklang zu bringen ist.¹⁷ Was aus Sicht des Bundesverfassungsgerichtes ein offensichtlicher und strukturell bedeutsamer Verstoß gegen Grundprinzipien des Unionsrechts ist, wäre auf der Grundlage des EuGH-Urteils künftig unionsrechtliche Normalität.

(1) Gerichtliche Kontrolle des Handelns der EZB

Der EuGH bestätigt zunächst, insoweit in Einklang mit dem BVerfG (BVerfG, Vorlagebeschluss, Rn. 58 ff.), dass das Handeln der EZB mit Blick auf die Einhaltung der primärrechtlich fixierten Grenzen ihres Mandats der gerichtlichen Kontrolle unterliegt (EuGH, OMT, Rn. 41). Das Mandat der EZB ist auf geld- und währungspolitische Maßnahmen beschränkt. Die Frage, welche Maßnahmen der Geld- und Währungspolitik zuzuordnen sind, unterliegt voller gerichtlicher Kontrolle.

Indem der EuGH das Mandat der EZB aber auf die „Entstörung“ des Transmissionsmechanismus und damit auf die Schaffung der Bedingungen der Wirksamkeit währungspolitischer Maßnahmen erstreckt, erweist sich der Grundgedanke einer justiziablen Kompetenzbegrenzung, wie zu zeigen sein wird, als Trugschluss. Als Begrenzung bleibt dann nur das Verhältnismäßigkeitsprinzip: Die im Kompetenz-

¹⁴ Dazu BVerfGE 126, 286 (303) „Honeywell“.

¹⁵ Zur Bedeutung, die das BVerfG der Verpflichtung zur loyalen Zusammenarbeit der Gemeinschaftsorgane mit den Mitgliedstaaten und zu dem Bemühen um Ausgleich bei Hinweisen der Mitgliedstaaten auf entgegenstehendes Verfassungsrecht beimisst, siehe BVerfGE, 89, 155, 200 f. „Maastricht“.

¹⁶ Siehe hierzu H. Siekmann/V. Wieland, The German Constitutional Court's Decision on OMT: Have Markets Misunderstood?, CEPR Policy Insight No. 74, October 74, 2014.

¹⁷ J. Klement, JZ 2015, 754, spricht von einem „Urteil, das mehr Abfuhr als Antwort ist“.

bereich der EZB liegenden währungspolitischen Maßnahmen müssen mit Blick auf die verfolgten Ziele verhältnismäßig, nämlich zur Erreichung der Ziele geeignet und erforderlich sein (EuGH, OMT, Rn. 66, 67). Bei dieser Beurteilung gesteht der EuGH der EZB allerdings einen weiten Beurteilungsspielraum zu. Jedenfalls soweit es um Entscheidungen technischer Natur geht und komplexe Prognosen und Beurteilungen vorgenommen werden müssen, soll die gerichtliche Kontrolle auf die Einhaltung wesentlicher verfahrensrechtlicher Garantien, des Begründungserfordernisses (Art. 296 Abs. 2 AEUV) und auf offensichtliche Beurteilungsfehler beschränkt sein (Rn. 68 ff.). Die besondere Expertise der EZB in währungspolitischen Angelegenheiten im Zusammenspiel mit der ihr garantierten Unabhängigkeit rechtfertigen Zweifel an der Wirksamkeit einer gerichtlichen Verhältnismäßigkeitskontrolle.

(2) Hat die EZB mit dem OMT-Beschluss die primärrechtlich vorgegebenen Grenzen ihres Mandats überschritten?

(a) Währungs- und Wirtschaftspolitik in der EWU

Das Mandat der EZB ist in Art. 282 Abs. 1 und Abs. 4 AEUV normiert: Gemäß Art. 282 Abs. 1 AEUV betreibt die EZB gemeinsam mit den nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, die Währungspolitik der EU. Sie erlässt dazu die für die Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlichen Maßnahmen (Art. 282 Abs. 4 AEUV). Das vorrangige Ziel der europäischen Währungspolitik ist die Gewährleistung der Preisstabilität (Art. 127 Abs. 1 AEUV).

Die Wirtschafts- und Finanzpolitik ist demgegenüber dem Kompetenzbereich der Mitgliedstaaten zugeordnet. Die Mitgliedstaaten und die EU haben sich zu einer engen Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik verpflichtet (Art. 119 Abs. 1). Die Zuständigkeit der EU ist zugleich auf die Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitiken im Sinne der Ziele der Europäischen Union (Art. 3 EUV) beschränkt.¹⁸ Das System der europäischen Zentralbanken (ESZB) unterstützt die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist (Art. 127 Abs. 1 S. 2 AEUV; siehe auch Art. 119 Abs. 2 AEUV; Art. 2 S. 2 ESZB-Satzung), darf aber nicht selbst Wirtschaftspolitik betreiben.

¹⁸ Siehe Art. 119 Abs. 1 AEUV und EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 Rn. 64 „Pringle“.

Versteht man unter Wirtschaftspolitik gemeinhin die Gesamtheit der Maßnahmen, mit denen Hoheitsträger mit Gestaltungsanspruch in die Wirtschaft intervenieren, so ist die Währungspolitik stets ein Ausschnitt der Wirtschaftspolitik. Die unionsrechtliche Kompetenzzuweisung, zusammen mit dem Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung (Art. 5 Abs. 2 EUV), machen jedoch eine justiziable Eingrenzung des währungspolitischen Mandats erforderlich. Sie kann sich nur aus dem unionsrechtlichen Regelungssystem ergeben. Maßgeblich für die Eingrenzung der Befugnisse des ESZB sind nach dem AEUV primär die Ziele der Währungspolitik.¹⁹ Vorrangiges Ziel der Währungspolitik der Union ist die Preisstabilität (Art. 127 Abs. 1 AEUV).²⁰ Mit Blick auf die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union darf das ESZB nur unterstützend tätig werden (Art. 119 Abs. 2 AEUV, Art. 127 Abs. 1 AEUV). Neben den Zielen sind die Mittel relevant, die dem ESZB zur Realisierung seiner Ziele zugewiesen oder – wie im Falle der monetären Staatsfinanzierung – verboten sind.²¹ Die geldpolitischen Instrumente des ESZB und der EZB sind in Kapitel IV des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB niedergelegt.

Die Bestimmung des geldpolitischen Charakters einer Maßnahme von ESZB und EZB setzt schließlich, so das Bundesverfassungsgericht zu Recht, eine Gesamtschau voraus, die den Kontext der Maßnahme einbezieht (BVerfG, Vorlagebeschluss, Rn. 63, 69). Maßgeblich ist die Verortung einer Maßnahme im Regelungsgefüge und im System der Verantwortungsteilung in der EWU.

(b) Wurden mit dem OMT-Beschluss geldpolitische Ziele verfolgt?

Bereits die Bestimmung der Zielsetzung einer Maßnahme kann sich als schwierig erweisen. Das Bundesverfassungsgericht hat im Vorlagebeschluss auf die „objektiv zu bestimmende unmittelbare Zielsetzung einer Maßnahme“ (BVerfG, Rn. 63) abgestellt. Die objektive Zielsetzung des OMT-Beschlusses hat es darin gesehen, durch die Reduktion der Zinsaufschläge auf die Staatsanleihen einzelner Krisenstaaten die Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets sicherzustellen. Die Selektivität und Konditionalität des OMT-Programms wiesen dieses als funktionales Äquivalent zur Gewährung von Finanzhilfen durch die Mitgliedstaaten des Euro-Raums aus. Diese Entscheidung über die Zusammensetzung des Euro-Raums obliege jedoch nicht der EZB. Es handele sich auch nicht

¹⁹ EuGH, Urteil v. 16.06.2015, Rs. C-62/14 Rn. 42 „OMT“; EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 „Pringle“; für die Relevanz der Ziele siehe auch BVerfGE 134, 366 (398, 401 f., 404) „Vorlagebeschluss OMT“.

²⁰ Siehe auch EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 Rn. 54 „Pringle“.

²¹ EuGH, Urteil v. 16.06.2015, Rs. C-62/14 Rn. 42, 45 „OMT“; EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 Rn. 57 „Pringle“; BVerfGE 134, 366 (401) „Vorlagebeschluss OMT“.

um eine bloße Unterstützung der Wirtschaftspolitik der EU, denn der Aufkauf von Staatsanleihen im Rahmen des OMT-Programms setze – anders als die Stabilitätshilfen des ESM – keine „außergewöhnliche(n) Umstände auf dem Finanzmarkt und Gefahren für die Finanzstabilität“ voraus. So bestehe vielmehr die Gefahr, dass die in den Rettungsschirmen vorgesehenen Auflagen durch die Ankaufprogramme der EZB unterlaufen würden. Jedenfalls drohe eine erhebliche Ausweitung des Volumens der Hilfsmaßnahmen. Das im Rahmen einer Einigung über Hilfsmaßnahmen ausgehandelte Verhältnis von Kreditvolumen einerseits, Auflagen und Bedingungen andererseits würde dadurch konterkariert (Rn. 73 ff., Rn. 80 ff.).

Der EuGH stützt sich für die Bestimmung der Ziele des OMT-Beschlusses demgegenüber allein auf die Pressemitteilung der EZB. Danach soll das OMT-Programm eine „ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und die Einheitlichkeit der Geldpolitik sicherstellen“ (EuGH, OMT, Rn. 47). Dieses Ziel ist nach dem Urteil des EuGH uneingeschränkt vom Mandat der EZB umfasst:

„Eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus ist [...] geeignet, die Entscheidungen des ESZB in einem Teil des Euro-Währungsgebiets ins Leere gehen zu lassen und damit die Einheitlichkeit der Geldpolitik zu beeinträchtigen. Im Übrigen wird, da eine Störung des Transmissionsmechanismus die Wirksamkeit der vom ESZB beschlossenen Maßnahmen beeinträchtigt, dadurch zwangsläufig dessen Fähigkeit beeinträchtigt, die Preisstabilität zu gewährleisten. Daher können Maßnahmen, die diesen Transmissionsmechanismus erhalten sollen, dem in Art. 127 Abs. 1 AEUV festgelegten vorrangigen Ziel zugerechnet werden.“ (EuGH, Rn. 50)

Unerheblich ist aus Sicht des EuGH, ob die Maßnahme, die den Transmissionsmechanismus entstoren soll, zugleich *auch* zur Stabilität des Euro-Währungsgebiets beitragen soll – ein nach der *Pringle*-Entscheidung des EuGH eindeutig nicht währungspolitisches, sondern wirtschaftspolitisches Ziel.²² Da die „Entstörung“ des Transmissionsmechanismus für den EuGH dem Bereich der Geldpolitik zuzuordnen ist, bleibt außerdem die Selektivität des OMT-Programms unproblematisch, denn die Störung besteht ja von vornherein nur in einigen Mitgliedstaaten. Eine Vorschrift, der zu entnehmen ist, dass das ESZB auf den Finanzmärkten nur

²² EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 Rn. 56 „*Pringle*“.

mit allgemeinen Maßnahmen intervenieren dürfe, die alle Mitgliedstaaten gleichermaßen betreffen, gebe es im Übrigen nicht (EuGH, OMT, Rn. 55).

In der Konditionalität des OMT-Programms sieht der EuGH eine nach Art. 127 Abs. 1 AEUV zulässige Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der EWU. Sie solle außerdem gewährleisten, dass das Programm keine Anreize zur Verschlechterung der Haushaltslage der Mitgliedstaaten schafft. Der Umstand, dass das OMT-Programm geringere Voraussetzungen hat als die Finanzhilfeprogramme des ESM, wird vom EuGH als Beleg für die Unabhängigkeit der Währungspolitik angeführt, nicht hingegen als mögliche Umgehung der strengeren Anforderungen der Hilfsprogramme. Die potenziell problematische Doppelrolle der EZB, wenn sie einerseits an der Ausarbeitung, Billigung und Überwachung von Finanzhilfeprogrammen beteiligt ist und andererseits zugleich selektive und konditionale Staatsanleihen-Ankaufprogramme durchführt, wird vom EuGH nicht thematisiert.²³

Die Argumentation des EuGH ist in dreierlei Hinsicht bemerkenswert: Zum einen lässt schon die Bestimmung der Ziele einer Maßnahme allein unter Rückgriff auf die Äußerungen der EZB und ohne einen Versuch, auf der Grundlage des Kontextes der Maßnahme die dieser objektiv innewohnende Zielrichtung zu erkennen, den Versuch einer gerichtlichen Kontrolle weitgehend leerlaufen. Wählt man diesen Maßstab, so kommt es künftig maßgeblich auf die geschickte Präsentation einer Maßnahme durch die EZB an.

Zweitens soll das geldpolitische Mandat der EZB vorbehaltlos alle Maßnahmen umfassen, mit denen diese einen vermeintlich gestörten geldpolitischen Transmissionsmechanismus entstoren will. Bei der Feststellung, ob der Transmissionsmechanismus gestört ist, verfüge die EZB über einen weiten Beurteilungsspielraum. Dagegen hat das Bundesverfassungsgericht zu Recht die Möglichkeit in Betracht gezogen, dass die Zinsaufschläge für Staatsanleihen der Krisenstaaten lediglich die Skepsis der Marktteilnehmer bezüglich der Haushaltsdisziplin einzelner Mitgliedstaaten widerspiegeln. In diesem Fall setzen selektive Anleihekäufe durch die EZB dann aber den Grundsatz der Eigenverantwortlichkeit nationaler Haushaltspolitik außer Kraft.²⁴ Derartige Bedenken finden in der Prüfung durch den EuGH keinen Widerhall. Betrachtet die EZB die von Krisenstaaten zu zahlenden Zinssätze als durch unbegründete und selbstverstärkende Befürchtungen über ein Auseinanderbrechen des Euro-Währungsgebietes motiviert und daher als über-

²³ Siehe aber Generalanwalt P. Cruz Villalón, Schlussanträge v. 14.01.2015, Rn. 145 ff., in: EuGH, Urteil v. 16.06.2015, Rs. C-62/14 „*OMT*“.

²⁴ BVerfGE 134, 366 (405) „*Vorlagebeschluss OMT*“.

hört, so sei sie zur Annahme berechtigt, dass die geldpolitische Transmission gefährdet und ein Einschreiten erforderlich sei (EuGH, OMT, Rn. 76 f.). Wird aber eine Störung des Transmissionsmechanismus bejaht, so verbleibt nur noch eine Verhältnismäßigkeitskontrolle, die auf offensichtliche Beurteilungsfehler beschränkt ist und den Charakter einer bloßen Plausibilitätskontrolle hat. Sowohl die Eignung des OMT-Programms zur „Entstörung“ des geldpolitischen Transmissionsmechanismus als auch dessen Erforderlichkeit hat der EuGH daher ohne vertiefte Prüfung bejaht.

Drittens scheint der EuGH die in Art. 119 Abs. 2 AEUV normierte Verpflichtung auf eine einheitliche Geldpolitik als Mandat für die EZB zu verstehen, eine einheitliche Transmission geldpolitischer Signale in die Mitgliedstaaten sicherzustellen.²⁵

Der Begriff des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beschreibt die Wirkungskanäle und Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. Dabei geht es zunächst um den Einfluss der EZB auf die Marktzinsen. Die EZB stellt über Offenmarktgeschäfte den Banken Liquidität zu entsprechenden Konditionen zur Verfügung. Der Leitzins beeinflusst so die Zinsen an den Interbankenmärkten und die Kreditvergabe der Banken an Haushalte, Unternehmen und Staaten. Dabei spielen neben dem aktuellen Leitzins die Erwartungen zur zukünftigen Zinsentwicklung eine wichtige Rolle. Der geldpolitische Impuls wirkt jedoch nicht nur über die Kreditzinsen, sondern auch über den Wechselkurs und über Vermögenspreise. Weitergehend betrifft der geldpolitische Transmissionsmechanismus die Übertragung der geldpolitischen Impulse in die Realwirtschaft. So spielen Zinsen, Wechselkurse und Vermögenspreise eine wichtige Rolle für die Konsumentscheidungen der Haushalte und die Investitionsentscheidungen der Unternehmen im In- und Ausland. Daneben gibt es direkte Vermögenseffekte der Geldpolitik auf das Konsum- und Investitionsverhalten. Auf diesem Weg kann die Notenbank auch bei konstanten Leitzinsen mit einer Ausweitung der Notenbankbilanz, zum Beispiel durch Wertpapierkäufe, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage beeinflussen.

²⁵ Siehe EuGH, Urteil v. 16.06.2015, Rs. C-62/14 Rn. 47, „OMT“: Das OMT-Programm solle „eine ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und die Einheitlichkeit der Geldpolitik sicherstellen“, mit anschließender Hervorhebung, dass die Geldpolitik gem. Art. 119 Abs. 2 AEUV einheitlich sein müsse (Rn. 48). Siehe sodann Rn. 50 mit der Feststellung, dass die Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus geeignet sei, „die Entscheidungen des ESZB in einem Teil des Euro-Währungsgebiets ins Leere gehen zu lassen und damit die Einheitlichkeit der Geldpolitik zu beeinträchtigen“. Die durch Art. 119 Abs. 2 AEUV vorgegebene Einheitlichkeit der Geldpolitik wird damit offenbar an den einheitlichen Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen in den Mitgliedstaaten festgemacht.

Es mag überraschen, dass die Notenbank mit relativ kleinen Änderungen bei den Konditionen für Offenmarktgeschäfte mit den Geschäftsbanken das Verhalten der Wirtschaftsteilnehmer in allen anderen Sektoren verändern kann. Dies hängt nicht von der relativen Bedeutung des Bankensektors in der Gesamtwirtschaft ab. Vielmehr wirkt die Geldpolitik über die Einkommens- und Inflationserwartungen in allen Sektoren. Vorrangiges Ziel der Geldpolitik ist es dabei, die konjunkturelle Entwicklung und die Preisbildung an den Gütermärkten so zu beeinflussen, dass mittelfristig das Preisniveau stabilisiert wird. Dabei hat die EZB die Preisstabilität mit einer Zunahme des Konsumentenpreisindex von unter, aber nahe 2% pro Jahr definiert.

Der Wirkungsgrad einer bestimmten geldpolitischen Maßnahme, also zum Beispiel das Ausmaß, in welchem sich eine Senkung des Notenbankzinses um 1% zunächst auf die kurz-, mittel- oder längerfristigen Kreditzinsen der Banken und mittelfristig auf das Bruttoinlandsprodukt und die Inflationsrate auswirkt, hängt von vielen unterschiedlichen Faktoren ab. Dabei kann es sich um strukturelle Faktoren handeln, die zu andauernden Unterschieden der Wirkung der Zinssenkung in verschiedenen Regionen innerhalb eines Währungsraums führen können, oder um temporäre Schocks. Eine mögliche Ursache für länger anhaltende Unterschiede ist die unterschiedliche Bedeutung bestimmter Wirtschaftssektoren. Diese Unterschiede sind Ausdruck einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb (Art. 119 Abs. 1 AEUV). Weitere Ursachen liegen in der unterschiedlichen Regulierung der Finanz- und Gütermärkte in verschiedenen Mitgliedstaaten, welche in die Verantwortung der Mitgliedstaaten fällt. Hinzu kommen vielfältige makroökonomische Schocks, die für eine kürzere oder längere Zeit der Wirkung der Zinssenkung entgegenlaufen können.

Die uneinheitliche Wirkung geldpolitischer Maßnahmen in den wirtschaftlich heterogenen Mitgliedstaaten der Eurozone ist somit keine neue Entwicklung. Zinssenkungen wirken sich über Regionen und Sektoren hinweg unterschiedlich stark aus. Die Transmission einer bestimmten geldpolitischen Maßnahme in einem gegebenen Währungsraum ist nie von einheitlicher Stärke, weder über den Zeitablauf noch für unterschiedliche Regionen oder Mitgliedstaaten. In der EWU sind uneinheitliche Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen auch eine Folge des Binnenmarktes mit unverfälschtem Wettbewerb und Korrelat der weiterhin dezentralen, nämlich mitgliedstaatlichen, Verantwortung für die Wirtschaftspolitik. Das Gebot einer „einheitlichen Geld- und Wechselkurspolitik“ (Art. 119 Abs. 2 AEUV) begründet schon deswegen kein Mandat der EZB, einheitliche *Wirkungen* geldpolitischer Signale in den Mitgliedstaaten zu gewährleisten. Es reflektiert vielmehr

die Einheitlichkeit der Währung²⁶, die einheitlichen Notenbankzinsen, und steht für eine Ausrichtung der Geld- und Wechselkurspolitik am gesamten Euro-Raum statt auf einzelne Länder. So bezieht sich das Ziel der Preisstabilität, das der EZB für ihre Politik vorgegeben ist, auf die Preisentwicklung im Euro-Raum insgesamt (also im Durchschnitt) und nicht auf einzelne Teilgebiete. Auch bietet die EZB im Rahmen der üblichen Refinanzierungsgeschäfte allen Banken unabhängig von ihrem Standort im Währungsraum und unabhängig von der Verwendung der Liquidität, Notenbankkredite zu einem für alle identischen Zins an. Sie kann jedoch nicht dafür sorgen, dass diese Maßnahme zu jeder Zeit und in allen Regionen des Währungsraums genau dieselbe Wirkung auf Bankenkreditzinsen, Anleihezinsen, und letztendlich Bruttoinlandsprodukt und Inflation hat. Ganz im Gegenteil: Da die Transmission geldpolitischer Signale auch von den Haushalts- und Wirtschaftspolitiken der Mitgliedstaaten beeinflusst wird, würde ein Versuch der EZB, eine jederzeit einheitliche Transmission sicherzustellen, in den Mechanismus eingreifen, der im System der EWU wichtige Anreize zu wirtschaftspolitischen Anpassungen setzen kann und soll (BVerfG, Vorlagebeschluss, Rn. 71).²⁷

Notorische Übergriffe in die mitgliedstaatliche Zuständigkeit für Haushalts- und Wirtschaftspolitik, wie sie mit einem allgemeinen Mandat zur „Entstörung“ der geldpolitischen Transmission und zur Gewährleistung einer einheitlichen Transmission nahezu zwangsläufig verbunden wären,²⁸ wären, wie das Bundesverfassungsgericht zu Recht betont,²⁹ nicht zuletzt demokratiethoretisch nicht zu rechtfertigen: Die Gewährleistung der Unabhängigkeit des ESZB als Durchbrechung des Grundsatzes der demokratischen Legitimation politischer Entscheidungen ist gerechtfertigt, wenn und soweit sich die EZB auf eine vorrangig stabilitätsorientierte Geldpolitik beschränkt. Eine unabhängige Zentralbank kann den Geldwert und damit die allgemeine ökonomische Grundlage für die staatliche Haushaltspolitik eher sichern als Hoheitsorgane, die auf die kurzfristige Zustimmung politischer Kräfte angewiesen sind. Diese Rechtfertigung versagt, wo das ESZB in wirtschafts- und finanzpolitische Kompetenzen anderer Organe übergreift.

26 Siehe hierzu ausführlich: M. Selmayr, § 23: Das Recht der Europäischen Währungsunion, in: Müller-Graff (Hrsg.), *Europäisches Wirtschaftsordnungsrecht, Enzyklopädie Europarecht* Bd. 4, 2015, Rn. 81 ff.

27 Siehe auch EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 Rn. 135 „Pringle“.

28 Siehe auch R. Schmidt, JZ 2015, 317, 325; J. Klement, JZ 2015, 756, 758.

29 BVerfGE 134, 366 (399) „Vorlagebeschluss OMT“.

Lehnt man die neue Lehre des EuGH von einer allgemeinen Zuständigkeit des ESZB zur „Entstörung“ eines gestörten Transmissionsmechanismus ab, so bleibt als mögliche Rechtfertigung für das OMT-Programm nur die These von einer ausnahmsweisen Interventionsbefugnis der EZB in Fällen, in denen ein negatives Marktgleichgewicht aufgrund einer selbsterfüllenden Prophezeiung droht, durch eine Intervention der EZB aber ohne große Kosten für den Steuerzahler verhindert werden kann: Die EZB hat geltend gemacht, die Zinsaufschläge auf Staatsanleihen bestimmter Krisenstaaten seien Ausdruck einer mit Blick auf die Fundamentaldaten unbegründeten, aber verbreiteten Furcht vor einer fehlenden Zahlungsfähigkeit oder -bereitschaft dieser Mitgliedstaaten. Erst infolge dieser Erwartung drohten die Risikoaufschläge für bestimmte Staatsanleihen in eine Höhe zu steigen, die eine Zahlungsunfähigkeit herbeigeführt hätte. Mit der Ankündigung des OMT-Programms wollte und konnte die EZB dieses schlechte Marktgleichgewicht beseitigen und das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der Krisenländer wieder herstellen, so dass sich ein realistisches Zinsniveau realisieren konnte. Damit konnte zugleich das Problem der temporären Überlagerung der geldpolitischen Signale der EZB durch Spekulation oder eine unbegründete Furcht der Anleger wirksam bekämpft werden.

Das Bundesverfassungsgericht hat diese Deutung des OMT-Programms zum einen unter Hinweis auf die Unzuständigkeit der EZB zum Schutz der Zusammensetzung des Euro-Währungsraums (s.o.), zum anderen unter Berufung auf die Stellungnahme der Bundesbank im Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht zurückgewiesen. Die Zinsaufschläge, so die Bundesbank, spiegelten die Skepsis der Marktteilnehmer wider, dass die von den Aufschlägen betroffenen Mitgliedstaaten eine hinreichende Haushaltsdisziplin einhalten würden. Sie seien damit Ausdruck einer im System des AEUV angelegten und erwünschten Marktdisziplin für nationale Haushaltspolitiken. Eine Trennung der Zinsaufschläge in einen rationalen und einen irrationalen Teil sei praktisch unmöglich (BVerfG, Vorlagebeschluss Rn. 71).

Der Verweis auf die fehlende Zuständigkeit der EZB zum Schutz der Zusammensetzung des Währungsraums deutet darauf hin, dass das Bundesverfassungsgericht bereits das Ziel, eine sich selbsterfüllende Prophezeiung einer Staatsinsolvenz zu unterbinden, im System der EWU für unzulässig hält. Dafür spricht, dass es sich bei der Abwendung einer Staatsinsolvenz primär um ein Problem der Haushaltsfinanzierung und nicht um ein geldpolitisches Problem handelt.³⁰

30 Siehe hierzu beispielsweise C. Fuest, EZB in der Grauzone zwischen Geld- und Fiskalpolitik, *Wirtschaftsdienst* 2013, S. 441: Es handele sich um fiskalpolitische Probleme und es solle eine Institution mit fiskalpolitischem Mandat handeln.

Zunächst einmal obliegt es der Regierung des betroffenen Staates, seine Zahlungsfähigkeit und -bereitschaft glaubwürdig nach außen darzustellen. Im Fall schwerwiegender Finanzierungsprobleme kann der Mitgliedstaat unter strikten Auflagen Finanzhilfen im Rahmen des ESM erhalten. Selbst vor dessen Einführung gab es die Möglichkeit, über die EFSF oder ein Programm des Internationalen Währungsfonds Finanzhilfen zu bekommen. Sollten die Mittel des ESM nicht ausreichen, könnten sie von den Mitgliedstaaten erhöht werden. Stellt sich heraus, dass die Tragfähigkeit der Schulden des betroffenen Landes tatsächlich nicht gegeben ist, also die Furcht der Marktteilnehmer gerechtfertigt war, so wäre eine Beteiligung der privaten Anleihebesitzer im Rahmen eines Schuldenschnitts ein sinnvoller Bestandteil eines ESM-Anpassungsprogramms.

Für eine Intervention der EZB am Sekundärmarkt im Falle hoher Zinsaufschläge auf Staatsanleihen wegen befürchteter, durch die hohen Zinsaufschläge zugleich immer wahrscheinlicher werdender Zahlungsschwierigkeiten eines Mitgliedstaates könnte seine faktische Wirksamkeit sprechen: In einem Szenario mit mehreren möglichen Gleichgewichten kann eine solche Intervention dazu führen, dass ein schlechtes Gleichgewicht mit Staatsinsolvenz oder Euro-Austritt vermieden wird, ohne dass die Notenbank Verluste übernehmen muss. Der Erfolg der bloßen Ankündigung des OMT-Programms wird als Beispiel genannt.

Der Umstand, dass die EZB im besten Fall die Möglichkeit hat, ein pessimistisches Gleichgewicht durch die Ankündigung eines Staatsanleihekaufs zu vermeiden und ein optimistisches Gleichgewicht zu begünstigen, ändert allerdings nichts an der Zielsetzung des Programms: Die EZB interveniert, um die mittelfristige Zahlungsfähigkeit eines Mitgliedstaates zu sichern und so den Bestand des Euro-Währungsraums zu gewährleisten. Dies ist kein geldpolitisches Ziel. Bei einer weiten Auslegung wird man es als Unterstützung der „allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Union“ (Art. 119 Abs. 2 AEUV) qualifizieren können.

c) Mittel der Geldpolitik und Gesamtschau der Maßnahme

Die EZB bleibt aber auch dann an die Grundprinzipien der EWU gebunden. Sie muss insbesondere das Prinzip der Eigenverantwortlichkeit nationaler Haushalts- und Wirtschaftspolitiken und die damit verbundenen Anreize respektieren. Zu diesen Anreizmechanismen gehört die Marktdisziplin. Multiple Gleichgewichte setzen nicht notwendig irrationale Erwartungen, Herdenverhalten oder Ähnliches voraus. Die Erwartung sowohl des positiven wie des negativen Szenarios kann vollauf gerechtfertigt sein. Auch die Erwartungen pessimistischer Anleger gehören

zur Marktdisziplin.³¹ Dass diese durch eine Beteiligung der EZB an der Kontrolle über die Einhaltung von Programmauflagen ersetzt wird (Konditionalität), ist im System der EWU nicht vorgesehen.

In jedem Fall bleibt die EZB in der Wahl ihrer Mittel beschränkt. Es gilt das Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Gemäß Art. 123 Abs. 1 AEUV sind „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten [...] für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten [...] ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken“. Würde die EZB am Sekundärmarkt Staatsanleihen in der Erwartung aufkaufen, dass es später mit einer erheblichen Wahrscheinlichkeit zu einem Schuldenschnitt kommt, an dem die EZB beteiligt wäre, so liegt eine Umgehung des Art. 123 Abs. 1 AEUV auf der Hand. Gerade diese Gefahr scheint aber das OMT-Programm zu eröffnen: Es sollen gezielt Anleihen von Staaten mit einer sich zuspitzenden Schuldenkrise aufgekauft werden. Während die EZB bei gewöhnlichen geldpolitischen Geschäften ihr Ausfallrisiko bestmöglich absichert und im Rahmen von Outright-Geschäften regelmäßig nur sehr sichere Wertpapiere kauft,³² werden mit den Staatsanleihekäufen im Rahmen des OMT-Programms deutlich erhöhte Ausfallrisiken übernommen. Die EZB erklärt sich bereit, gleichrangig mit anderen Anlegern zu haften, und trifft keine Vorkehrungen, um Zahlungsausfallrisiken zu vermeiden oder zu reduzieren.³³ Das Bundesverfassungsgericht hat im Vorlagebeschluss daher einen Verstoß gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV bejaht: Durch den

31 Siehe K. A. Konrad, Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm, *Wirtschaftsdienst* 2013, S. 431, 437: Der Eingriff des ESZB in das Marktgeschehen im Rahmen des OMT-Programms verstoße gegen die in Art. 127 AEUV festgeschriebene Verpflichtung, im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb zu handeln, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert werden soll. Der selektive Kauf von Staatsschuldtiteln von Krisenstaaten verändere die Knappheitsverhältnisse und die Erwartungen der Marktteilnehmer. Das ESZB manipulierte so die Marktpreise und die Kreditzinsen für Staatsschulden der Einzelstaaten. Nationale Budgetentscheidungen würden verzerrt, einer der wichtigsten Steuerungsmechanismen einzelstaatlicher Haushaltspolitik außer Kraft gesetzt.

32 So hat die EZB im Rahmen des seit Januar 2015 laufenden Staatsanleihekaufprogramms „Public Sector Purchase Programme“ (PSPP) den Kauf griechischer Staatsanleihen wegen der hohen Risiken, die sich aus der politischen Ablehnung der Auflagen des ESM-Programms ergaben, ausgeschlossen. Das „Public Sector Purchase Programme“ dient der Ausweitung der Notenbankbilanz als Instrument zur Bekämpfung von Deflationsrisiken im Euro-Raum. Zwar werden insgesamt in großem Umfang Staatsanleihen gekauft. Dies geschieht jedoch nicht selektiv, sondern nach dem Kapitalschlüssel. Das Risikoteilungsprinzip der Mitglieder des ESZB findet dabei nur für 20% der Käufe Anwendung. Zudem ist der Anteil am Anleihebestand einzelner Emittenten auf maximal 33% und einer einzelnen Anleiheemission auf 25% (bei entsprechender Prüfung der Sperrminoritätsklausel auf 33%) beschränkt.

33 Unklar ist, ob die EZB im Fall umfangreicher OMT-Ankäufe, bei denen sie mehr als die eine Sperrminorität vermittelnden 25% einer Anleiheemission erwirbt, einem möglichen Schuldenschnitt für diese Emission zustimmen würde.

gezielten und umfangreichen Aufkauf besonders risikoreicher Staatsanleihen übernehme das Eurosystem die Funktion einer „Bad Bank“ für die Banken in den Programmstaaten und trage damit indirekt zur Haushaltsfinanzierung bei (BVerfG, Vorlagebeschluss, Rn. 88 f.).

Geht man von einem Szenario multipler Gleichgewichte sowie davon aus, dass die EZB durch die Ankündigung ihrer Interventionsbereitschaft ohne massive Transfers zugunsten von Krisenstaaten ein optimistisches Gleichgewicht herstellen kann, so kommt es zwar nicht zu einem Schuldenschnitt. Es ist jedoch kaum möglich, das Vorliegen eines solchen Szenarios nachzuweisen und es von einem Szenario zu unterscheiden, in dem sich später ein massiver Transfer zu Lasten der Steuerzahler anderer Länder realisiert.³⁴ Die Feststellung eines Szenarios multipler Gleichgewichte ist nicht vergleichbar mit der Feststellung, ob die EZB das Preisstabilitätsziel erreicht oder nicht. Es handelt sich dabei nicht um ein weitverbreitetes ökonomisches „Standardwerkzeug“, wie zum Beispiel eine Tragfähigkeitsberechnung der Staatsschulden. Letztere ist zwar ebenfalls von hoher Unsicherheit geprägt. Dafür gibt es jedoch vielfach verwendete empirische Methoden. Bei dem Versuch, ein Szenario nachzuweisen, bei dem die Notenbank durch Ankündigung massiver Marktinterventionen eine drohende Staatsinsolvenz verhindern kann, ohne dass es zu Verlusten kommt, betritt die EZB Neuland. Nicht nur die Effektivität des Verbots monetärer Staatsfinanzierung, sondern das gesamte System der Zuständigkeits- und Verantwortungsteilung in der EWU würde unterlaufen, wenn es in dieser Situation, wie vom EuGH nahegelegt, allein der nur noch marginal kontrollierten Beurteilung der EZB obläge festzustellen, ob ein späterer Schuldenschnitt wahrscheinlich ist oder nicht.³⁵ Eine Intervention der EZB, die objektiv mit der bewussten Übernahme deutlich erhöhter Verlustrisiken aus Staatsanleihekäufen einzelner Krisenstaaten verbunden ist und bei der sich nicht mit einiger Sicherheit vorhersagen lässt, ob sie die Verlustrisiken beseitigen kann, greift nach dem System der EWU in einen Bereich über, welcher der politischen Verantwortung der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsraums vorbehalten ist: Sie müssen entscheiden, ob und unter welchen Voraussetzungen solche Verlustrisiken übernommen werden sollen.

³⁴ Uhlig stellt dementsprechend mehrere anschauliche abstrakte Beispiele vor, siehe H. Uhlig, Remarks on the OMT Program of the ECB, in H. Siekmann/V. Wieland/V. Vig (Hrsg.), The ECB's Outright Monetary Transactions in the Courts, IMFS Interdisciplinary Studies in Monetary and Financial Stability, 1/2015. Eine vertiefende modell-theoretische Analyse findet sich in F. Roch/H. Uhlig, The dynamics of sovereign debt crisis and bailouts, mimeo, University of Chicago, 2014.

³⁵ Siehe EuGH, Urteil v. 16.06.2015, Rs. C-62/14 Rn. 72, 75, „OMT“: Geldpolitische Maßnahmen seien gewöhnlich umstritten. Vom ESZB könne nicht mehr verlangt werden als der Einsatz seines wirtschaftlichen Sachverständnisses und der ihm zur Verfügung stehenden technischen Mittel.

Dem Problem wäre abgeholfen, wenn die EZB beim Ankauf der Staatsanleihen einen privilegierten Gläubigerstatus inne hätte, eine Verlustübernahme im Rahmen eines Schuldenschnitts also ausschließen würde. Allerdings könnte dies die Wirksamkeit der Intervention beeinträchtigen. Zumindest in dem Fall, in welchem der Markt damit rechnet, dass nur noch durch einen Transfer an den betroffenen Staat die drohende Insolvenz vermieden werden kann, dürfte der Verzicht der Notenbank auf einen privilegierten Gläubigerstatus für die Effektivität der Maßnahme entscheidend sein. Schlösse die Notenbank die Verlustübernahme aus, so würden sich Risiko und Umfang eines möglichen Schuldenschnitts für die Inhaber der verbleibenden Anleihen erhöhen. Sie würden daher erst recht versuchen, die Anleihen abzustoßen und so die Risikoaufschläge weiter nach oben treiben.³⁶

Ein anderer Vorschlag, mit dem die Marktdisziplin gewahrt werden könnte, geht dahin, dass die EZB nie mehr als einen beschränkten Anteil einer Anleiheemission am Sekundärmarkt aufkaufen darf. Somit wäre den Anlegern klar, dass sie einen erheblichen Teil möglicher Verluste mittragen müssen, und dies würde sich im Preis niederschlagen.³⁷ Auch das Bundesverfassungsgericht hat diesen Gedanken aufgegriffen. Voraussetzung ist allerdings eine entsprechende Ankündigung am Markt, die im OMT-Programm gerade nicht vorgesehen ist. Mit der Beschränkung des Anleihekaufs dem Umfang nach wird überdies einem möglichen Verstoß gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung nicht abgeholfen; es wird lediglich die Reichweite des Verstoßes eingeschränkt.

Das Urteil des EuGH geht den skizzierten Fragen aus dem Weg, indem es die allgemeine Zuständigkeit der EZB unvertretbar weit fasst (s.o.), für die Mittel der Geldpolitik auf Art. 18 Abs. 1 des Protokolls über das ESZB und die EZB verweist, demzufolge der Kauf und Verkauf börsengängiger Wertpapiere zu den Instrumenten der EZB zählt, und eine Gesamtwürdigung der Maßnahme im Lichte des Gesamtsystems der EWU unterlässt. Zu dem mit dem OMT-Programm verbundenen Verlustrisiko verweist der EuGH lediglich auf die mit Offenmarktgeschäften unvermeidlich verbundenen Verlustrisiken (EuGH, OMT, Rn. 125 f.). Der Charakter des OMT-Programms als in hohem Maße unkonventionelle geldpolitische

³⁶ Dies mag gerade im Fall der Aufkäufe griechischer Anleihen im Rahmen des früheren Securities Markets Programme zugefallen haben. In diesem Fall ließ sich die EZB vom Schuldenschnitt ausnehmen. Inzwischen haben sich jedoch die Steuerzahler der anderen Mitgliedstaaten gezwungen gesehen, im Rahmen des dritten ESM-Programms für den Zahlungsausfall auf EZB-Bestände griechischer Staatsanleihen im Sommer 2015 einzuspringen.

³⁷ Siehe H. Uhlig, Remarks on the OMT Program of the ECB, in H. Siekmann/V. Wieland/V. Vig (Hrsg.), The ECB's Outright Monetary Transactions in the Courts, IMFS Interdisciplinary Studies in Monetary and Financial Stability, 1/2015.

Maßnahme³⁸ mit erhöhten Verlustrisiken bleibt damit außer Betracht. Der EuGH hebt stattdessen die mit dem Programm verbundenen Garantien hervor, die den Mitgliedstaaten Anreize zu einer soliden Haushaltspolitik geben sollen (EuGH, OMT, Rn. 123 f.). Eine Substitution der Marktdisziplin durch institutionalisierte Überwachungsmaßnahmen ist aber im System der EWU gerade nicht vorgesehen. An ihrer Wirksamkeit muss nach den bisherigen Erfahrungen gezweifelt werden.

(3) Verstößt das OMT-Programm in anderer Weise gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung, Art. 123 Abs. 1 AEUV?

Ein Verstoß des OMT-Programms gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung wird vom EuGH nicht primär mit Blick auf die Übernahme erhöhter Verlustrisiken durch die EZB erörtert, sondern mit Blick auf die Umgehung des Verbots von Staatsanleihekäufen am Primärmarkt durch Käufe am Sekundärmarkt.

Art. 123 Abs. 1 AEUV verbietet dem Wortlaut nach nur den unmittelbaren Erwerb von Staatsanleihen auf dem Primärmarkt. Bundesverfassungsgericht und EuGH sind sich aber einig, dass Art. 123 Abs. 1 AEUV funktional auszulegen ist:³⁹ Die Norm soll die monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite verbieten, welche die Marktdisziplin schwächen und die Mitgliedstaaten zu einer übermäßigen Verschuldung veranlassen könnte. Das Ziel, die Mitgliedstaaten zu einer soliden Haushaltspolitik anzuhalten, darf durch Ankäufe von Staatsanleihen auf Sekundärmärkten nicht umgangen werden (EuGH, OMT, Rn. 100–102).

Die grundlegende und strukturelle Bedeutung dieses Ziels hat der EuGH bereits in seiner Auslegung des – in der Sache weniger streng gefassten – Bailout-Verbots (Art. 125 AEUV) betont:

„Das Verbot in Art. 125 AEUV gewährleistet, dass die Mitgliedstaaten bei ihrer Verschuldung der Marktlogik unterworfen bleiben, was ihnen einen Anreiz geben soll, Haushaltsdisziplin zu wahren. Die Einhaltung einer solchen Disziplin trägt auf Unionsebene zur Verwirklichung eines

³⁸ Etablierte Instrumente der Geldpolitik werden in Art. 12 Abs. 1 der Satzung der EZB und in Art. 18 ff. des Protokolls über die Satzung des ESZB genannt. Für eine Begrenzung der EZB auf den Einsatz etablierter geldpolitischer Instrumente: R. Schmidt, JZ 2015, 317, 321.

³⁹ EuGH, Urteil v. 16.06.2015, Rs. C-62/14 Rn. 98 „OMT“; siehe auch EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 Rn. 133 „Pringle“.

übergeordneten Ziels bei, und zwar dem der Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität der Union“ (EuGH, Pringle, Rn. 135).

Zusammen mit Art. 125 AEUV bildet das Verbot der monetären Staatsfinanzierung den Kern derjenigen Normen, welche die Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft charakterisieren (BVerfG, Vorlagebeschluss, Rn. 43; Rn. 84 ff.).

EuGH und Bundesverfassungsgericht sind sich allerdings einig, dass Art. 123 Abs. 1 AEUV Staatsanleihekäufe der EZB am Sekundärmarkt nicht generell verbietet. Sie gelten als geldpolitisches Standardinstrument – insbesondere dann, wenn der Leitzins bereits auf einen Wert nahe Null gefallen ist. Dann scheiden weitere Leitzinssenkungen aus, denn Anleger können auf Bargeld ausweichen, das einen Nominalzins von Null als Ertrag bietet. Über Anleihekäufe kann die Notenbank aber ihre Bilanz ausweiten und die Basisgeldmenge erhöhen. Über verschiedene Transmissionskanäle kann sie mit den Anleihekäufen eine ähnliche Wirkung auf längerfristige Zinsen, Wechselkurse und Vermögenspreise erzielen, wie vorher mit Leitzinssenkungen.⁴⁰ Die Staaten, deren Anleihen am Sekundärmarkt aufgekauft werden, erhalten kein Geld von der EZB, und auch der Coupon der Anleihe ändert sich nicht. Zwar werden die infolge der EZB-Aufkäufe sinkenden Zinsen am Sekundärmarkt den Staaten regelmäßig eine Neuemission von Staatsanleihen zu niedrigeren Zinsen ermöglichen. Derartige Einflüsse auf die Funktionsweise des Primärmarktes seien dem Aufkauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt jedoch inhärent und unerlässlich, um solche Ankäufe im Rahmen der Geldpolitik wirksam einsetzen zu können (EuGH, OMT, Rn. 108). Auf die Frage, ob dies auch dann gilt, wenn die Zinswirkung ein Ausmaß erlangt, das Raum für eine erhebliche Ausweitung der Staatsverschuldung und damit eine Schwächung der Haushaltsdisziplin schafft, musste der EuGH im OMT-Urteil nicht eingehen.

Unzulässig ist der Aufkauf von Staatsanleihen auf Sekundärmärkten, wenn er ökonomisch vergleichbare Wirkungen entfaltet wie ein direkter Staatsanleihekauf auf Primärmärkten, indem er mitgliedstaatliche Haushaltspolitiken der Marktdisziplin entzieht. Wo die „rote Linie“ verläuft, ist umstritten. Jenseits der besonderen Problematik des selektiven Aufkaufs von Staatsanleihen mit stark erhöhtem Verlustrisiko (dazu oben) hat das Bundesverfassungsgericht einen Verstoß gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV bei unzureichendem zeitlichen Abstand zwischen der Emission von Staatsanleihen und deren Aufkauf am Sekundärmarkt bejaht: Der Anleiheauf-

⁴⁰ Siehe dazu Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2015/16, Ziffern 284 ff.

kauf greife dann in die Preisbildung am Markt ein, ermutige Marktteilnehmer zum Erwerb derselben Staatsanleihen am Primärmarkt und untergrabe hierdurch die Marktdisziplin. Schließlich greife die Möglichkeit der EZB, die Staatsanleihen bis zur Endfälligkeit zu halten, in die Marktlogik ein, wenn auf diese Weise ein substantieller Teil der von einzelnen Mitgliedstaaten begebenen Staatsanleihen dauerhaft vom Markt genommen werde (Rn. 90).

Der EuGH hat die Bedenken des Bundesverfassungsgerichtes nur in Ansätzen aufgegriffen. Die funktionale Auslegung des Art. 123 Abs. 1 AEUV fällt denkbar eng aus: Der Aufkauf von Staatsanleihen auf Sekundärmärkten hätte nach Ansicht des EuGH nur dann dieselbe Wirkung wie ein Aufkauf von Staatsanleihen am Primärmarkt,

„wenn die Wirtschaftsteilnehmer, die möglicherweise Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, die Gewissheit hätten, dass das ESZB diese Anleihen binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen ankaufen würde, die es diesen Wirtschaftsteilnehmern ermöglichten, faktisch als Mittelspersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen des betreffenden Mitgliedstaats zu agieren“ (EuGH, OMT, Rn. 104).

Wenn Garantien bestehen, welche die „Gewissheit“ der übrigen Marktteilnehmer ausschließen, dass die Anleihen nach ihrer Ausgabe durch das ESZB erworben werden, soll dies ausreichen, um zu gewährleisten, dass das Programm nicht die gleiche Wirkung hat wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen (Rn. 107). Derartige Garantien sah der EuGH in der Erklärung des ESZB-Rates, eine Mindestfrist zwischen der Ausgabe eines Schuldtitels auf dem Primärmarkt und seinem Ankauf auf den Sekundärmärkten einhalten zu wollen und Entscheidungen über das Ob und den Umfang von Ankäufen nicht vorab anzukündigen (Rn. 106). Die Anreize der Mitgliedstaaten, eine solide Haushaltspolitik zu verfolgen, blieben ferner infolge der Konditionalität des OMT-Programms erhalten (Rn. 116): Vom Programm erfasst seien nur die Anleihen solcher Mitgliedstaaten, die wieder Zugang zum Anleihemarkt hätten und die Vorgaben der Anpassungsprogramme vollständig einhielten. Das OMT-Programm ziele ferner nicht auf eine vollständige Harmonisierung der Zinssätze für die Staatsanleihen aller Mitgliedstaaten ab, sondern sei auf denjenigen Umfang beschränkt, der für die Erhaltung der geldpolitischen Transmission erforderlich sei; und die EZB könne jederzeit auf ein verändertes Emissionsverhalten eines Mitgliedstaates reagieren (Rn. 112–117). Im Kontext des Art. 123 Abs. 1 AEUV unerheblich sei die Möglichkeit der EZB, die

Anleihen bis zur Endfälligkeit zu halten; denn eine Gewissheit der Marktteilnehmer hierüber gebe es nicht (Rn. 118).

Nimmt man die „Gewissheit“ der übrigen Marktteilnehmer, auf dem Primärmarkt erworbene Staatsanleihen an die EZB weiterreichen zu können, zum Maßstab für eine Umgehung des Art. 123 Abs. 1 AEUV, so kommt eine solche kaum je in Betracht. Selbst die präzise Vorabankündigung der technischen Merkmale eines geldpolitischen Programms würde für sich genommen nicht genügen, wenn die EZB nicht zugleich bereit wäre, nahezu alle Staatsanleihen aufzukaufen. Kaufanreize können aber schon deutlich unterhalb der Schwelle der Gewissheit entstehen. Eine konkrete Erwartung, dass die EZB die Märkte im Zweifel stabilisieren wird, genügt.

Der EuGH geht in seiner Auslegung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung ferner davon aus, dass die erstrebte Unterwerfung der mitgliedstaatlichen Haushaltspolitik unter die Marktdisziplin durch eine Unterwerfung unter strukturelle Anpassungsprogramme ersetzt werden kann. Blieben die Anreize der Mitgliedstaaten zu einer soliden Haushaltspolitik durch die Konditionalität des OMT-Programms erhalten, so soll in der gezielten Absenkung der Zinsaufschläge durch Ankündigung eines Aufkaufprogramms kein Verstoß gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV liegen, wenngleich den begünstigten Mitgliedstaaten dadurch gerade die weitere Geldaufnahme am Markt ermöglicht werden soll.⁴¹

⁴¹ Ganz ähnlich schon, im Kontext des Art. 125 AEUV: EuGH, Urteil v. 27.11.2012, Rs. C-370/12 Rn. 137 „Pringle“: Art. 125 AEUV verbiete es nicht, „dass ein oder mehrere Mitgliedstaaten einem Mitgliedstaat, der für seine eigenen Verbindlichkeiten gegenüber seinen Gläubigern haftbar bleibt, eine Finanzhilfe gewähren, vorausgesetzt, die daran geknüpften Auflagen sind geeignet, ihn zu einer soliden Haushaltspolitik zu bewegen“.

V Was nun?

Das Bundesverfassungsgericht steht vor einer schweren Entscheidung. Die spezifische Struktur der Europäischen Union bedingt, dass sie als Rechtsgemeinschaft nur gelingen kann, wenn – so das Bundesverfassungsgericht im *Honeywell*-Beschluss – unvermeidliche Spannungslagen zwischen nationalen Verfassungsgerichten und EuGH im Einklang mit der europäischen Integrationsidee kooperativ ausgeglichen und durch wechselseitige Rücksichtnahme entschärft werden.⁴² Das Bundesverfassungsgericht ist daher zu einer europarechtsfreundlichen Ausübung der Ultra-vires-Kontrolle verpflichtet. Es ist der EuGH, dem im Unionsrecht die Aufgabe übertragen ist, die Verträge verbindlich auszulegen und dabei Einheit und Kohärenz des Unionsrechts zu wahren. Die Union könnte „als Rechtsgemeinschaft nicht bestehen [...], wenn die einheitliche Wirksamkeit des Unionsrechts in den Mitgliedstaaten nicht gewährleistet wäre“.⁴³

Gleichwohl darf das Bundesverfassungsgericht die Disposition über die vertragliche Grundlage der europäischen Integration nicht vollständig den Unionsorganen überlassen. Dem Bundesverfassungsgericht obliegt eine Wächterfunktion. In einem Fall, in welchem das Rechtsverständnis des EuGH im Ergebnis auf eine offensichtliche und strukturell bedeutsame Vertragsänderung oder Kompetenzerweiterung hinauslief, muss das Bundesverfassungsgericht intervenieren.

Das System der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion beruht auf der Trennung zwischen einer in den Händen des ESZB zentralisierten und auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik und der europäisch koordinierten, aber in der mitgliedstaatlichen Zuständigkeit verbleibenden und durch Märkte für Staatsanleihen disziplinierten Haushalts- und Wirtschaftspolitik. Die vom EuGH im OMT-Urteil entwickelten Kategorien für die Eingrenzung geldpolitischer Kompetenzen bieten für eine wirksame Kontrolle der Zuständigkeitsgrenzen des ESZB jedoch keine Grundlage mehr. Eine allgemeine Zuständigkeit des ESZB zur „Entstörung“ eines gestörten Transmissionsmechanismus und zur Gewährleistung der Einheitlichkeit der Transmission hat gegenüber der mitgliedstaatlichen Zuständigkeit für die Wirtschafts- und Finanzpolitik keine Abgrenzungskraft und

⁴² BVerfGE 126, 286 (303) „*Honeywell*“.

⁴³ BVerfGE 126, 286 (301 f.) „*Honeywell*“.

droht, die Marktdisziplin außer Kraft zu setzen. Die unter dem Vorbehalt eines weiten Beurteilungsspielraums der EZB stehende Verhältnismäßigkeitsprüfung gleicht die mangelnde Zuständigkeitsbegrenzung nicht aus.

Für die Kontrolle der Mittel der Geldpolitik hat der EuGH auf einen rein formalen Ansatz gesetzt; die Vereinbarkeit der Mittel mit den Grundprinzipien der EWU wird nur anhand einer engen Auslegung des Art. 123 Abs. 1 AEUV überprüft. Das Grundprinzip der EWU, dass die EZB mit ihren Programmen die nationalen Haushaltspolitiken nicht der Marktdisziplin entziehen und diese nicht durch behördliche Kontrolle ersetzen darf, wird im Ergebnis außer Kraft gesetzt. Mehr als das auch dem EuGH zufolge zu begrenzende OMT-Programm selbst sind die im Urteil formulierten Grundsätze geeignet, das kompetenzielle und materiell-rechtliche System, wie es in den Art. 119 ff. AEUV niedergelegt ist, in strukturell bedeutsamer Weise zu verschieben. Mit der Entgrenzung des geldpolitischen Mandats schwindet die Legitimität der Unabhängigkeit der EZB. Je mehr geld- und wirtschaftspolitische Zuständigkeiten ineinander übergehen, desto mehr wandelt sich das Verhältnis zwischen EZB, Euro-Mitgliedstaaten und EU zu einem politisch geprägten Kooperationsverhältnis, in welchem das Primat der Preisstabilität durch eine Vielfalt möglicher Ziele überdeckt werden kann.

Aus Sicht des Kronberger Kreises läuft das EuGH-Urteil in seiner Begründung damit auf eine offensichtliche und strukturell bedeutsame Vertragsänderung hinaus. Wie das Unionsrecht insgesamt sind die Bestimmungen zur EWU auf eine Fortentwicklung des Verbunds im Lichte nie vorhersehbarer Herausforderungen und Konflikte angelegt. Deutschland, das dem Charakter der EWU als Stabilitätsgemeinschaft von vornherein besondere Bedeutung beigemessen hat, muss die Möglichkeit einer abweichenden, gleichwohl legitimen und vertretbaren Auslegung der einschlägigen Vorschriften stets in Rechnung stellen. Mit einer Qualifizierung des OMT-Beschlusses als „ultra vires“ kann sich das Bundesverfassungsgericht nicht leicht tun. Der Existenz der Union als Rechtsgemeinschaft würde durch ein solches Urteil die Feststellung entgegengesetzt, dass sich die Spannung zwischen europäischer Integration und nationaler Verfassung durch Kooperation und Rücksichtnahme nicht mehr ausgleichen lässt. In einer Zeit, in der die Hilfen für Griechenland und der Umgang mit der Flüchtlingsmigration tiefe Risse im europäischen Gefüge offenbaren, könnte dies zu einem Präzedenzfall für andere Verfassungsgerichte werden.

Mit seiner Urteilsbegründung gibt der EuGH jedoch die Möglichkeit einer justiziablen Begrenzung der Kompetenzen der EZB de facto preis. Die Kompetenzen

der EZB sowie die Zulässigkeit geldpolitischer Mittel werden nach Maßgabe des Prinzips maximaler Effektivität im Dienste des in ihrem Mitgliederbestand unveränderten Erhalts der EWU ausgelegt, nicht im Lichte der im AEUV niedergelegten Funktionsprinzipien. Das Bundesverfassungsgericht kann daher dem EuGH jedenfalls in der *Urteilsbegründung* nicht folgen.

Ob in dieser Situation die in der Literatur angedachte Möglichkeit einen Ausweg bietet, die Klage aus prozessrechtlichen Gründen abzuweisen,⁴⁴ ist unklar. Die grundsätzliche Zulässigkeit der Rechtsschutzbegehren hat das Bundesverfassungsgericht bereits im OMT-Vorlagebeschluss bejaht. Zwar ist der Vollzug des OMT-Programms mittlerweile unwahrscheinlicher geworden: Die Hilfsprogramme von EFSF und ESM, an die das OMT-Programm anknüpft, sind überwiegend abgelaufen. Die Hilfen für Zypern aus dem ESM laufen Ende März 2016 aus. Von einer echten zwischenzeitlichen Erledigung des Rechtsstreits kann aber nicht gesprochen werden. Für Griechenland bleibt ein ESM-Programm in Kraft (bis 20. August 2018). Auch sind in der Zukunft weitere Anträge auf Finanzhilfen möglich, etwa von Portugal oder Spanien. Die wohl zumindest bis 2017 laufende Ausweitung der EZB-Bilanz mittels breit angelegter, nicht selektiver Staatsanleihekäufe im Rahmen des Public Sector Purchase Programme (PSPP) (siehe oben) lässt einen zusätzlichen Ankauf von Staatsanleihen über das OMT-Programm zwar kurzfristig nicht wahrscheinlich erscheinen, schließt eine künftige Aktivierung des OMT-Programms aber nicht aus.

Ist eine Sachentscheidung unvermeidbar, so bleibt zur Begrenzung des Konflikts nur die Möglichkeit, dem EuGH unter Berufung auf das Gebot einer europarechtsfreundlichen Ausgestaltung der Ultra-vires-Kontrolle im Ergebnis, aber nicht in der Begründung zu folgen. Durch eine eigenständige Auslegung der einschlägigen Vorschriften des Unionsrechts behielt sich das Bundesverfassungsgericht für die Zukunft eine gerichtliche Überprüfung von Maßnahmen der EZB anhand eigener Maßstäbe vor. Dieser Weg wird auf den ersten Blick dadurch erleichtert, dass auch der EuGH in seiner positiven Beurteilung des OMT-Programms bestimmte Begrenzungen vorausgesetzt hat: Begrenzungen des Programms dem Umfang nach, einen hinreichenden zeitlichen Abstand zwischen der Emission einer Staatsanleihe und ihrem Aufkauf durch die EZB und eine strikte Einhaltung der strukturellen Anpassungsprogramme. Den für die Eingrenzung der zulässigen Mittel der Geldpolitik und das Verbot der monetären Staatsfinanzierung kritischsten

⁴⁴ Siehe J. Klement, JZ 2015, 745, 756.

Punkt – die bewusste Übernahme eines deutlich erhöhten Verlustrisikos bei gleichzeitigem Verzicht auf eine privilegierte Gläubigerstellung – hat der EuGH allerdings nicht aufgegriffen. Sollte das Bundesverfassungsgericht dem EuGH im Ergebnis folgen, so würde es an die Grenzen des Vertretbaren gehen.

Veröffentlichungen des Kronberger Kreises in dieser Schriftenreihe

- 61 Das entgrenzte Mandat der EZB – Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen (2016)
- 60 Erbschaftsteuer: Neu ordnen statt nachbessern (2015)
- 59 Europäische Bankenunion: Vom Prinzip Hoffnung zum Prinzip Haftung (2014)
- 58 Neustart in der Energiepolitik jetzt! (2014)
- 57 Renaissance der Angebotspolitik (2013)
- 56 Bildungsfinanzierung neu gestalten (2013)
- 55 Wie viel Koordinierung braucht Europa? (2012)
- 54 Reform der Geldbußen im Kartellrecht überfällig (2012) *auch auf Englisch*
- 53 Systemstabilität für die Finanzmärkte (2011)
- 52 Öffentliche Finanzen dauerhaft sanieren – in Deutschland und Europa (2010)
- 51 Mehr Mut zum Neuanfang (2010)
- 50 Beschäftigung gering qualifizierter Arbeitsloser (2009)
- 49 Für einen wirksamen Klimaschutz (2009)
- 48 Staatsfonds: Muss Deutschland sich schützen? (2008)
- 47 Unternehmensmitbestimmung ohne Zwang (2007)
- 46 Erbschaftsteuer: Behutsam anpassen (2007)
- 45 Dienstleistungsmärkte in Europa weiter öffnen (2007)
- 44 Den Subventionsabbau umfassend voranbringen (2006)
- 43 Den Stabilitäts- und Wachstumspakt härten (2005)
- 42 Tragfähige Pflegeversicherung (2005)
- 41 Flexibler Kündigungsschutz am Arbeitsmarkt (2004)
- 40 Gute Gemeindesteuern (2003)
- 39 Mehr Eigenverantwortung und Wettbewerb im Gesundheitswesen (2002)
- 38 Privatisierung von Landesbanken und Sparkassen (2001)
- 37 Abgeltungssteuer bei Kapitaleinkommen (2000)
- 36 Die föderative Ordnung in Not – Zur Reform des Finanzausgleichs (2000)
- 35 Arbeitszeiten und soziale Sicherung flexibler gestalten (1999)
- 34 Die Aufgaben – Wirtschaftspolitische Orientierung für die kommenden Jahre (1998)
- 33 Osterweiterung der Europäischen Union (1998) *auch auf Englisch*
- 32 Globalisierter Wettbewerb (1998)
- 31 A social Union for Europe? (1997)
- 31 Sozialunion für Europa? (1996)
- 30 Steuerreform für Arbeitsplätze und Umwelt (1996)
- 29 Einwanderungspolitik – Möglichkeiten und Grenzen (1994)

- 28 Mehr Langfristdenken in Gesellschaft und Politik (1994)
- 27 Zur Reform der Hochschulen (1993)
- 26 Privatisierung auch im Westen (1993)
- 25 Einheit und Vielfalt in Europa – Für weniger Harmonisierung und Zentralisierung (1992) *auch auf Englisch und Französisch*
- 24 Zur Wirtschaftsreform in Osteuropa (1992)
- 23 Reform der öffentlichen Verwaltung (1991)
- 22 Wirtschaftspolitik für das geeinte Deutschland (1990)
- 21 Soziale Marktwirtschaft in der DDR – Reform der Wohnungswirtschaft (1990)
- 20 Soziale Marktwirtschaft in der DDR – Währungsordnung und Investitionsbedingungen (1990)
- 19 Mehr Markt in Hörfunk und Fernsehen (1989)
- 18 Reform der Unternehmensbesteuerung (1989)
- 17 Mehr Markt in der Energiewirtschaft (1988)
- 16 Das soziale Netz reißt (1988)
- 15 Mehr Markt in der Telekommunikation (1987)
- 14 Reform der Alterssicherung (1987)
- 13 Mehr Markt im Gesundheitswesen (1987)
- 12 Mehr Mut zum Markt – Konkrete Problemlösungen (1986)
- 11 Bürgersteuer – Entwurf einer Neuordnung von direkten Steuern und Sozialleistungen (1986)
- 10 Mehr Markt im Arbeitsrecht (1986)
- 9 Mehr Markt für den Mittelstand (1985)
- 8 Für eine Neue Agrarordnung – Kurskorrektur für Europas Agrarpolitik (1984)
- 7 Mehr Markt in der Wohnungswirtschaft (1984)
- 6 Die Wende – Eine Bestandsaufnahme der deutschen Wirtschaftspolitik (1984)
- 5 Arbeitslosigkeit – Woher sie kommt und wie man sie beheben kann (1984)
- 4 Mehr Markt im Verkehr (1984)
- 3 Mehr Beteiligungskapital (1983)
- 2 Vorschläge zu einer „Kleinen Steuerreform“ (1983)
- 1 Mehr Mut zum Markt (1983)

Veröffentlichungen des Kronberger Kreises in der Reihe „Argumente zu Marktwirtschaft und Politik“

- 106 Lehren der Finanzmarktkrise (2009)
- 104 Irrwege in der Sozialpolitik (2008)
- 102 Gegen die Neubelebung der Entfernungspauschale (2008)
- 96 Wider die Aushöhlung der Welthandelsordnung – Für mehr Regeldisziplin (2006)
- 63 Ökologische Steuerreform: Zu viele Illusionen (1999)
- 54 Gegen eine Mehrwertsteuererhöhung zur Senkung der Sozialabgaben (1997)
- 52 Arbeitslosigkeit und Lohnpolitik – Die Tarifautonomie in der Bewährungsprobe (1995)
- 43 Wirtschaftspolitik im geeinten Deutschland: Der Kronberger Kreis zu Kernfragen der Integration (1992)
- 17 Die Reform des Gemeindesteuersystems (1988)
- 3 §116 Arbeitsförderungsgesetz: Es geht um die Neutralität des Staates (1986)

Der Kronberger Kreis stellt sich vor:



Prof. Dr. Lars P. Feld

Sprecher des Kronberger Kreises, Direktor des Walter Eucken Instituts Freiburg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.



Prof. Dr. Clemens Fuest

Präsident des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Mannheim, Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen.



Prof. Dr. Justus Haucap

Direktor des Düsseldorfer Instituts für Wettbewerbsökonomie (DICE), Vorsitzender der Arbeitsgemeinschaft Wettbewerb des Vereins für Socialpolitik, ehem. Vorsitzender der Monopolkommission.



Prof. Dr. Heike Schweitzer, LL.M. (Yale)

Geschäftsführende Direktorin des Instituts für deutsches und europäisches Wirtschafts-, Wettbewerbs- und Regulierungsrecht (IWWR), Freie Universität Berlin.



Prof. Volker Wieland Ph.D.

Geschäftsführender Direktor des Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), House of Finance, Frankfurt, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.



Prof. Dr. Berthold U. Wigger

Karlsruher Institut für Technologie (KIT), Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen, Forschungsprofessor am ZEW Mannheim, Research Fellow am CESifo München.