

Professor Dr. iur. Dietrich Murswiek

An den  
Gerichtshof der Europäischen Union  
Kanzlei  
L-2925 Luxemburg

Luxemburg

Lindenastr. 17  
79199 Kirchzarten  
Deutschland  
Tel. +49/7661/99237

dmurswiek@gmail.com

30.5.2018

vorab per Fax an: 00352 433766; per Email an: [ecj.registry@curia.europa.eu](mailto:ecj.registry@curia.europa.eu)

## **Vorabentscheidungsverfahren C-493/17 – Weiss e.a.**

### **Beschwerdeführer des Ausgangsverfahrens: Dr. Peter Gauweiler**

In dem Vorabentscheidungsverfahren C-493-17 überreiche ich anbei die Vollmacht des Beschwerdeführers und beantworte die vom Gerichtshof gestellten Fragen namens des Beschwerdeführers wie folgt:

### **I. Stellungnahme zu der in den Rn. 82 bis 90 der Vorlageentscheidung ausgeführten ökonomischen Bewertung bezüglich der von der Bundesrepublik Deutschland begebenen Anleihen sowie gegebenenfalls zu der Frage, ob diese Ausführungen auf von anderen Mitgliedstaaten begebene Anleihen übertragbar wären**

- 1 Die Rn. 82 bis 90 der Vorlageentscheidung befassen sich mit einem Teilaspekt der Frage, ob die Staatsanleihenkäufe im Rahmen des PSPP gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung (Art. 123 Abs. 1 AEUV) verstoßen. Mit seinen Ausführungen knüpft das Bundesverfassungsgericht an das OMT-Urteil des EuGH vom 16.6.2016 (C-62/14 – Gauweiler u.a.) an. Dort heißt es, dass das ESZB an den Sekundärmärkten nicht Staatsanleihen kaufen dürfe, wenn dem die gleiche Wirkung wie Käufe am Primärmarkt zukommt (Rn. 97) oder wenn die Ankäufe am Sekundärmarkt eingesetzt werden, um das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel zu umgehen (Rn. 101). Dieses Ziel bestehe darin, die Mitgliedstaaten zu einer gesunden Haushaltspolitik anzuhalten, indem vermieden wird, dass eine monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite oder Privilegien der öffentlichen Hand auf den Finanzmärkten zu einer übermäßigen Verschuldung oder überhöhten Defiziten der Mitgliedstaat führen (Rn. 100). Der EuGH stellt dann fest, der Erwerb von Staatsanleihen durch das ESZB am Sekundärmarkt könne die gleiche Wirkung wie der unmittelbare Erwerb haben, „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 ermöglichen, faktisch als Mittelspersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen des betreffenden Mitgliedstaats zu agieren“ (Rn. 104). In Rn. 82 bis 90 der Vorlageentscheidung legt das Bundesverfassungsgericht dar, dass die Marktteilnehmer im Sinne des EuGH-Urteils eine hinreichende faktische Gewissheit hätten, dass von den Eurostaaten emittierte Anleihen vom Eurosystem erworben werden, und dass deshalb das Verbot von Käufen am Primärmarkt umgangen werde. Dies trifft meines Erachtens zu (1.). Ein Verstoß gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung wäre allerdings auch dann gegeben, wenn diese Gewissheit nicht bestünde (2.).

- 2 1. Wie das Bundesverfassungsgericht zutreffend darlegt, entspricht das PSPP den vom EuGH für verbotene Haushaltsfinanzierung formulierten Kriterien. Denn die Banken, die am Primärmarkt Staatsanleihen erwerben, können mit Sicherheit damit rechnen, sie an das ESZB ohne Verlust weiterreichen zu können, weil das monatliche Ankaufvolumen und auch seine Aufteilung auf die Staatsanleihen der verschiedenen Eurostaaten im voraus festgelegt und öffentlich angekündigt sind. Der EuGH hatte seine Ansicht, dass das OMT-Programm nicht gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstoße, damit begründet, dass im Rahmen dieses Programms ausgeschlossen sei, dass die EZB ihre Entscheidung, Staatsanleihenankäufe an den Sekundärmärkten vorzunehmen, oder das Volumen dieser Ankäufe vorher öffentlich ankündigt (Rs. Gauweiler u.a., Rn. 106). Dies aber ist beim PSPP anders. Für das APP sind, wie das Bundesverfassungsgericht zeigt, Umfang und Zeitplan der Anleihenkäufe im voraus offiziell angekündigt (Rn. 82 ff. der Vorlageentscheidung). Das Volumen der im Rahmen des PSPP getätigten Käufe in Relation zu den übrigen Teilprogrammen des APP ergibt sich aus der Ankaufpraxis (Rn. 86 ff.), während die auf von den einzelnen Eurostaaten emittierte Anleihen entfallenden Anteile am Volumen des PSPP sich anhand des Kapitalschlüssels errechnen lassen (Rn. 85)<sup>1</sup>.
- 3 Wie das Bundesverfassungsgericht zutreffend darlegt, haben die am Primärmarkt tätigen Marktteilnehmer deshalb die faktische Gewissheit, dass sie die dort erworbenen Staatsanleihen an das ESZB zu Preisen wieder verkaufen können, die nicht niedriger sind als die beim Erwerb gezahlten Preise.
- 4 Das Bundesverfassungsgericht weist zutreffend darauf hin, dass im Hinblick auf die Knappheit der auf dem Markt befindlichen PSPP-fähigen Anleihen die Marktteilnehmer sogar ausrechnen können, welche konkreten Anleihen das ESZB innerhalb der Ankaufobergrenze im jeweiligen Monat erwerben wird (Rn. 89). Laut Berichten in der Wirtschaftspresse sind die für den Ankauf in Betracht kommenden Anleihen so knapp geworden, dass das ESZB in manchen Staaten den Markt bis zur vom Programm vorgegebenen Obergrenze leerkauft. Das ESZB muss regelmäßig bei den Käufen vom Kapitalschlüssel abweichen, weil in

---

<sup>1</sup> Dort wird allerdings der deutsche Anteil mit rund 23,7 % falsch berechnet; er beträgt – ohne Berücksichtigung Griechenlands – 26,33 %).

einigen Eurostaaten nicht genügend Anleihen auf dem Markt sind<sup>2</sup>. Die Marktteilnehmer haben also die Gewissheit, dass das ESZB alle auf dem Markt angebotenen Anleihen mindestens gemäß dem auf den Emittenten gemäß dem Kapitalschlüssel entfallenen Anteil und bis zur vom Programm vorgesehenen Obergrenze aufkauft.

- 5 2. Im übrigen kann es für die Beantwortung der Frage, ob die im Rahmen des PSPP vorgenommenen Staatsanleihenkäufe gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstoßen, nicht darauf ankommen, ob die Marktteilnehmer die Gewissheit haben, dass das ESZB ihnen die am Primärmarkt erworbenen Anleihen abkaufen wird. Entscheidend ist allein, ob die Sekundärmarktkäufe des ESZB verbotenen Primärmarktkäufen funktional äquivalent sind. Dies ist zwar immer dann, aber nicht nur dann der Fall, wenn die genannte Gewissheit besteht. Auch ohne diese Gewissheit zu vermitteln, kann ein Anleihenkaufprogramm dazu führen, dass die im Rahmen dieses Programms getätigten Sekundärmarktkäufe funktional äquivalent zu Primärmarktkäufen sind. Für das PSPP trifft dies zu.
- 6 Mit den Staatsanleihenankäufen im Rahmen des PSPP will die EZB die Renditen der Staatsanleihen und somit das Zinsniveau für diese Papiere senken. Angesichts des Volumens des Ankaufprogramms greift sie massiv in die Bildung des Marktpreises für Staatsanleihen ein<sup>3</sup>. Auf der Basis des Marktzinses, der sich wegen des PSPP erheblich niedriger einpendelt als ohne dieses Programm, können sich die Staaten bei Neuemissionen wesentlich billiger verschulden als ohne das PSPP<sup>4</sup>. Mit dem PSPP führt die EZB somit sowohl ihrer Intention nach als auch in den objektiven Wirkungen genau das gleiche herbei, was sie mit Staatsanleihenankäufen am Primärmarkt bewirken würde: Sie ermöglicht es den Staaten, sich mit geringeren Kosten zu verschulden, als ihnen dies ohne die Käufe des ESZB möglich wäre<sup>5</sup>. Das Volumen des Ankaufprogramms ist so groß, dass es geeignet ist, die Renditen der Staatsanleihen erheblich nach unten zu drücken. Bereits auf die Ankündigung des Programms haben die Marktteilnehmer entsprechend reagiert<sup>6</sup>. Der Anreiz, den Marktzinsen

---

2 Vgl. z.B. *Alessandro Speciale / Piotr Skolimowski*, ECB Acts to Ensure Glitch-Free Ride to QE Conclusion, Bloomberg 23.3.2018, Updatet 26.3.2018, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-23/ecb-acts-to-ensure-glitch-free-journey-to-smooth-qe-conclusion> (abgerufen am 28.5.2018).

3 Auf das Volumen stellt *Konstantin Nitze*, Finanzhilfen der Euro-Staaten in der Krise. Eine EU-rechtliche Bewertung der als Reaktion auf die sog. Euro-Krise gewährten und vorgeschlagenen finanziellen Hilfen, 2015, S. 147, maßgeblich ab.

4 Der Preis für Staatsanleihen am Sekundärmarkt ist das entscheidende Signal für den Zinssatz, den der betreffende Staat am Primärmarkt anbieten muss, wenn er erfolgreich neue Staatsanleihen anbieten will, *Peter Sester*, Status und Zukunft der Währungsunion, in: Thomas M.J. Möllers / Franz-Christoph Zeitler, Europa als Rechtsgemeinschaft – Währungsunion und Schuldenkrise, 2013, S. 175 (177).

5 Vgl. z.B. *Andrew Johnston / Trevor Pugh*, The Law and Economics of Quantitative Easing, July 7, 2014. Sheffield Institute of Corporate and Commercial Law Working Paper Series, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2463160](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2463160) (abgerufen 3.3.2015), S. 17 f. m. eingehender Erläuterung.

6 Dies hat EZB-Präsident *Draghi* auf den Pressekonferenz vom 5.3.2015 stolz verkündet: “The market reaction to the announcement, the expectation first and the announcement second, of our asset purchase programme has also been quite effective and quite positive.”, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Nicosia, 5 March 2015 <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150305.en.html#qa> (abgerufen 8.3.2015).

auf eine „gesunde Haushaltspolitik“ haben<sup>7</sup>, wird dadurch beseitigt. Art. 123 AEUV enthält – wie Generalanwalt *Cruz Villalón* formuliert hat – ein „kategorisches Verbot jeder Form der Finanzierung von Staaten [...], die die in den Verträgen niedergelegten Ziele der Haushaltsdisziplin gefährden würde“<sup>8</sup>. Gegen dieses Verbot verstößt das PSPP.

- 7 Da die am Primärmarkt tätigen Marktteilnehmer mit annähernder Sicherheit wissen, in welchem Umfang das ESZB pro Monat Staatsanleihen bestimmter Eurostaaten kaufen wird, können sie genau kalkulieren, welchen Preis sie beim Verkauf der am Primärmarkt erworbenen Anleihen mindestens erzielen werden. Sie haben also die Gewissheit, dass sie die Anleihen ohne Verlust werden verkaufen können. Ökonomisch ist es völlig irrelevant, ob sie die Gewissheit haben, dass gerade das ESZB ihnen die Anleihen abkauft. Für das Kaufverhalten am Primärmarkt ist allein entscheidend, dass sie die Gewissheit haben, dass irgendein Marktteilnehmer – sei es eine NZB oder irgendein privater Akteur – ihnen die Anleihen zu dem durch die Ankaufpolitik der EZB bestimmten Preisniveau abkauft.
- 8 *Hans-Werner Sinn*, der ehemalige Präsident des ifo-Instituts und einer der führenden Ökonomen Europas (bis zu seinem Eintritt in den Ruhestand ständig Nr. 1 im FAZ-Ökonomenranking), hat mir dazu folgendes geschrieben: „Der Begriff der faktischen Gewissheit, den das Bundesverfassungsgericht verwendet, irritiert mich gewaltig, jedenfalls so wie es da beschrieben ist. Es kommt doch für die Frage des Risikos des Erwerbers partout nicht darauf an, ob er erwarten kann, dass er ein Papier, das er auf dem Primärmarkt erwirbt, an die EZB weiterverkaufen kann. Die Identität des Käufers ist ihm völlig egal. Wichtig ist nur, dass er mit Sicherheit davon ausgehen kann, dass er zu den gleichen Konditionen, zu denen die EZB kauft, an irgendwen verkaufen kann. Dass das der Fall ist, folgt aus dem Elementargesetz der Volkswirtschaftslehre, das wir seit Paul Samuelson (Nobelpreisträger) das ‚Gesetz des einen Preises‘ (Law of one price) nennen. Wenn es einen transparenten Konkurrenzmarkt gibt, und die Börse ist dafür nun einmal ein Musterbeispiel, dann weiß der Käufer eines Papiers auf dem Primärmarkt mit Sicherheit, dass er dieses Papier zu genau den Konditionen, die die EZB bietet, auch wieder verkaufen kann. Diese faktische Gewissheit hat er.“
- 9 Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung hat den Zweck, auf eine „gesunde Haushaltspolitik“ der Eurostaaten hinzuwirken. Denn wenn diese sich über die Zentralbanken finanzieren könnten, hätten sie keinen Anreiz, die Staatsausgaben zu begrenzen und eine Überschuldung zu vermeiden<sup>9</sup>. Deshalb kommt es letztlich auch nicht entscheidend darauf an, ob die Käufer am Primärmarkt wie Mittelspersonen des ESZB agieren können. Wenn sie dies können, liegt auf jeden Fall ein Verstoß gegen Art. 123 AEUV vor. Aber wenn sie dies nicht können, ist ein Verstoß keineswegs ausgeschlossen. Es handelt sich um eine hinreichende, aber nicht um eine notwendige Bedingung eines Verstoßes gegen dieses Verbot<sup>10</sup>. Mittelspersonen des ESZB im engeren Sinne wären die Primärmarktakteure ja nur, wenn sie

---

<sup>7</sup> So das Kriterium des *EuGH* im Urte. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 100.

<sup>8</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 218.

<sup>9</sup> Vgl. *EuGH*, Urte. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 109.

<sup>10</sup> Dazu ausführlich *Dietrich Murswiek*, Die Eurokrise vor dem Bundesverfassungsgericht, 2016, S. 654 ff.

wüssten, dass sie gerade an das ESZB verkaufen können. Darauf kommt es aber, wie oben gezeigt, nicht an.

- 10 *Hans-Werner Sinn* weist auch auf folgendes hin: „Je mehr Staatspapiere ein Staat emittiert, desto höhere Zinsen muss er *ceteris paribus* bieten, um den Markt zur Aufnahme weiterer Papiere in die Portefeuilles zu bewegen. Wenn die EZB einen Teil der Staatspapiere erwirbt, kann der Staat genauso viele zusätzliche Papiere emittieren, ohne höhere Zinsen bieten zu müssen.“
- 11 Dem wird mitunter entgegengehalten, dass *jede* geldpolitische Maßnahme der Zentralbank sich indirekt auch auf die Finanzierungsbedingungen der Staaten auswirke. Auch die Erhöhung oder Senkung der Leitzinsen habe fiskalische Wirkung, weil dadurch die Neuverschuldung nicht nur von Privatunternehmen, sondern auch von Staaten verteuert oder verbilligt werde. Deshalb könne eine Maßnahme der EZB nicht wegen solcher Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen der Staaten verboten sein. Andernfalls sei Geldpolitik überhaupt nicht möglich<sup>11</sup>. Dieses Argument verkennt aber, dass es ein wesentlicher und rechtlich erheblicher Unterschied ist, ob die Zentralbank zur Wahrung der Preisstabilität das *allgemeine Zinsniveau* beeinflusst, oder ob sie Staatsanleihen kauft und auf diese Weise *speziell* auf das Zinsniveau für Staatsanleihen Einfluss nimmt und so nicht generell den Preis für Kreditaufnahmen, sondern speziell den Preis für die Finanzierung staatlicher Defizite steuert. Das eine ist die normale, vertraglich vorgesehene Aufgabe der Zentralbank, das andere ist Staatsfinanzierung und mit Sinn und Zweck der vertraglichen Regeln unvereinbar.
- 12 Im übrigen wird die Zentralbank mit dem Erwerb der Staatsanleihe Gläubiger des betreffenden Staates. Die Rechtsbeziehung, die zwischen der Zentralbank und dem Staat besteht, ist bei Kauf einer Anleihe am Sekundärmarkt keine andere als bei Kauf am Primärmarkt. Der Kauf am Sekundärmarkt bewirkt ökonomisch eine Umschuldung: Der Käufer wird neuer Gläubiger; er tritt in die Rechtsstellung des bisherigen Gläubigers ein und erwirbt von diesem die Ansprüche gegen den Schuldner. Ursprünglich hatte durch Ankauf am Primärmarkt eine Bank den Staat finanziert. Jetzt kauft die Zentralbank die Staatsanleihe von der Bank. Auch Refinanzierung ist Finanzierung. Entscheidend ist, dass die Zentralbank mit neu geschöpftem Geld zur Finanzierung des Staatsdefizits beiträgt<sup>12</sup>.
- 13 Die funktionale Äquivalenz der Staatsanleihenkäufe des ESZB mit Primärmarktkäufen wird auch dadurch deutlich, dass das Halten von Staatsanleihen durch die eigene NZB des betreffenden Staates ökonomisch betrachtet auf dasselbe hinausläuft, als hätte die Notenbank dem Staat die Schulden erlassen: Auch auf diesen Aspekt hat *Hans-Werner Sinn* hingewiesen: „Zwar müssen sie [die Staaten] die ausstehende Staatsschuld gegenüber der Notenbank noch verbuchen, aber materiell ist das völlig bedeutungslos, weil sie die Zinsen auf diese Schulden ja selbst auf dem Wege über die Gewinnausschüttungen der Notenbanken wieder kassieren.“

---

<sup>11</sup> Vgl. z.B. *Alexander Thiele*, Das Mandat der EZB und die Krise des Euro, 2013, S. 65, und insb. *EuGH*, Urt. v. 16.6.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 110.

<sup>12</sup> Vgl. *Andrew Johnston / Trevor Pugh*, The Law and Economics of Quantitative Easing, July 7, 2014. Sheffield Institute of Corporate and Commercial Law Working Paper Series, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2463160](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2463160) (abgerufen 3.3.2015), S. 13.

Im Endeffekt trifft exakt dasselbe Ergebnis ein, als würden sich die Staaten bei ihren Notenbanken direkt Geld aus der Druckerpresse besorgen und damit ihre Schuldpapiere zurückkaufen.“<sup>13</sup>

- 14 Ein Gegenargument ergibt sich auch nicht daraus, dass eine Zentralbankpolitik des „Quantitative Easing“, die mit massiven Ankäufen von Staatsanleihen indirekt das allgemeine Zinsniveau drücken will, in auch Staaten wie den USA, Japan und England praktiziert worden ist. Denn in diesen (und den meisten anderen) Staaten gibt es kein Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung. In der Europäischen Währungsunion hingegen unterliegt die Zentralbank aus guten Gründen einigen vertraglichen Restriktionen, die für Zentralbanken von Staaten mit nationalen Währungen nicht gelten. Die EZB darf, wenn dies zur Wahrung der Preisstabilität notwendig ist, auf die Senkung des allgemeinen Zinsniveaus hinwirken, aber nicht mit dem Mittel der monetären Haushaltsfinanzierung.

## **II. Stellungnahme zu der Frage, ob es mit Art. 123 AEUV vereinbar wäre, wenn die ESZB-Ankäufe mikroökonomisch zwar nicht, makroökonomisch aber vorhersehbar wären.**

- 15 Diese Frage ist wohl so zu verstehen, dass mit „mikroökonomischer Voraussehbarkeit“ gemeint ist, dass vorausgesehen werden kann, welche Menge von konkreten Wertpapieren mit einer bestimmten Wertpapierkennnummer (ISIN) das ESZB in einem bestimmten Monat kauft, während mit „makroökonomischer Voraussehbarkeit“ gemeint ist, dass vorausgesehen werden kann, welche Menge von Anleihen eines bestimmten Staates in einem bestimmten Monat durchschnittlich gekauft werden.
- 16 Im Sinne dieser Terminologie kann es nur auf die makroökonomische Voraussehbarkeit ankommen. Denn für das Verhalten der Marktteilnehmer am Primärmarkt ist allein entscheidend, ob sie das Preisniveau kalkulieren können, zu dem sie die dort erworbenen Papiere am Sekundärmarkt verkaufen können. Dazu müssen sie nicht wissen, wie viele Anleihen mit einer bestimmten ISIN das ESZB in einem bestimmten Monat kauft. Denn die Kurse von Staatsanleihen divergieren nicht nach ISI-Nummern, sondern nach Emittenten und Restlaufzeiten. Es reicht also aus, dass „makroökonomische Voraussehbarkeit“ gegeben ist, um jedes Risiko des Primärmarktkäufers auszuschließen.

## **III. Könnte es für die betroffenen Wirtschaftsteilnehmer möglich sein, nach nun mehreren Jahren der Durchführung des PSPP durch Beobachtung der Ankaufpraxis des ESZB die Dauer der Sperrfrist einzuschätzen?**

- 17 Ja, die Marktteilnehmer können das, indem sie die von der EZB ex post veröffentlichten Bestände und die Entwicklung der Marktpreise abgleichen.

---

<sup>13</sup> Hans-Werner Sinn, Der Schwarze Juni, 2016, S. 250.

- 18 Im übrigen kommt es für die Beurteilung der Frage, ob die Durchführung des PSPP verbotene monetäre Haushaltsfinanzierung darstellt, überhaupt nicht darauf an, ob die Marktteilnehmer die Dauer der Sperrfrist („black-out-period“) einschätzen können. Es ist zwar richtig, dass sich ein Marktpreis nicht bilden könnte, wenn die EZB oder die NZBen unmittelbar nach Emission einer Anleihe am Primärmarkt diese Anleihe dem dortigen Käufer abkaufen würde. Dies wird durch die „black-out period“ verhindert. Daraus kann aber nicht umgekehrt geschlossen werden, dass auf diese Weise die Bildung eines Marktpreises ermöglicht wird. Das Gegenteil ist evident richtig. Denn der Markt ist nicht im Ungewissen darüber, ob und in welchem Umfang die EZB Staatsanleihen kaufen wird. Vielmehr gibt die EZB den Marktteilnehmern Gewissheit darüber, dass sie in jedem Monat für mehrere Dutzend Milliarden Euro Staatsanleihen kaufen wird. Auch der Verteilungsschlüssel für die Käufe – nämlich in Relation zum Schlüssel der Kapitalanteile der Eurostaaten an der EZB – ist den Marktteilnehmern bekannt. Somit können die Marktteilnehmer diese Käufe ohne Risiko in ihre Kalkulationen einpreisen. Der Preis, der sich hierbei bildet, ist kein wirklicher Marktpreis, sondern es ist der durch die EZB-Intervention determinierte Preis. Daher ist die „black-out period“ völlig ungeeignet sicherzustellen, dass die Staaten sich nur zu Marktpreisen verschulden können, wie Art. 123 Abs. 1 AEUV dies verlangt. Art. 4 Abs. 1 des Beschlusses vom 4.3.2015 ist nichts anderes als ein Verschleierungsmanöver, mit dem die EZB den Anschein erwecken will, sie komme der Anforderung des Generalanwalts<sup>14</sup> nach, mit hinreichenden Garantien sicherzustellen, dass ihr Tätigwerden mit dem Verbot der monetären Finanzierung vereinbar ist. Es ist völlig evident, dass Art. 4 Abs. 1 des Beschlusses eine solche Garantie nicht bieten kann, sondern im Hinblick auf die – von der EZB nicht nur objektiv herbeigeführte, sondern ja auch beabsichtigte – Erleichterung der Neuverschuldung überhaupt nichts ausrichtet. Das ESZB ist ein nicht preissensitiver Käufer. Die EZB und die NZBen kaufen den Banken die Staatsanleihen zu dem überhöhten Preisniveau ab, auf das sie durch die Ankündigung des Programms die Preise hinaufgetrieben haben. Die Banken wissen, dass die EZB eine bestimmte Menge kaufen wird. Das geht sogar so weit, dass die EZB, um ihr Ankaufprogramm mit dem geplanten Ankaufvolumen von zunächst 60 Mrd. Euro pro Monat (dann 80, dann wieder 60 und jetzt 30 Mrd. Euro pro Monat) durchzuziehen, bereit ist, Staatsanleihen selbst dann zu kaufen, wenn die Rendite negativ ist, wenn also die EZB mit Sicherheit ein Verlustgeschäft macht.
- 19 Die Kenntnis der Sperrfrist ist für das Verhalten der Marktteilnehmer am Primärmarkt also völlig irrelevant. Das PSPP in Verbindung mit der effektiven forward guidance der EZB enthebt die Marktteilnehmer auch ohne diese Kenntnis jedes Kursrisikos.
- 20 Dazu noch einmal *Hans-Werner Sinn*: „Für den Marktwert eines Papiers heute ist es wichtig, ob dieses Papier durch Alterung überhaupt einmal aus der Sperrfrist herauswächst und dann zu den Papieren gehört, die die EZB kauft. Der sich durch die EZB dann ergebende Marktpreis determiniert den Preis, zu dem ein Staat heute emittieren kann. Preise von Assets ergeben sich immer rekursiv. Der Preis, den ich heute zahle, hängt davon ab, was ich glaube, was derjenige zahlt, der es mir später abkauft. Auch über eine Kette von Käufern bestimmt der letzte Käufer (zusammen mit den zwischenzeitlich kassierten Erträgen und der Rendite von Alternativenanlagen) den heute erzielbaren Preis. [...] Es kommt allein darauf an, ob ein Papier

---

<sup>14</sup> GA *Pedro Cruz Villalón*, Schlussanträge v. 14.1.2015 – Rs. C-62/14 – Gauweiler u.a., Rn. 227.

einmal in das Lebensalter-Fenster hineinwächst, aus dem die EZB kauft. Der Kaufpreis, den die EZB dann zahlt, bestimmt den Preis bei Erstemission rekursiv. Und je mehr die EZB kauft, einen desto höheren Preis muss sie bieten, und desto höher ist also auch der Preis bei Erstemission. Das ist alles ziemlich hartes VWL-Basiswissen.“

**IV. Trifft die Prämisse des vorlegenden Gerichts zu, die EZB habe in älteren Programmen eine Verlustteilung beschlossen, aus der sich Risiken für die Gewinn- und Verlustrechnung der nationalen Zentralbanken und darüber hinaus für die haushaltspolitische Gesamtverantwortung der nationalen Parlamente ergeben können?**

- 21 Die Frage – sie bezieht sich offenbar auf Rn. 133 des Vorlagebeschlusses – ist eindeutig zu bejahen.
- 22 Das Bundesverfassungsgericht zitiert in Rn. 133 den Geschäftsbericht 2010 der Deutschen Bundesbank. Dort heißt es zum Securities Markets Programme (SMP) der EZB: „Zum Jahresende belaufen sich die Bestände des SMP der nationalen Zentralbanken des Eurosystems auf 60 873 Mio €, wovon die Bundesbank 15 569 Mio € hält. In Übereinstimmung mit Artikel 32.4 der ESZB-Satzung werden alle Risiken aus diesen Geschäften, sofern sie sich realisieren, nach Maßgabe der jeweils geltenden Anteile am Kapital der EZB unter den nationalen Zentralbanken des Eurosystems aufgeteilt.“
- 23 Für das SMP hat die EZB also bezüglich der im Rahmen dieses Staatsanleihenankaufprogramms angekauften Anleihen von in Finanzierungsschwierigkeiten befindlichen Eurostaaten eine Risikoteilung anhand der Anteile am Kapital der EZB beschlossen. Von 2010 bis 2012 hat das ESZB im Rahmen dieses Programms Wertpapiere in einem Volumen von rund 210 Mrd. Euro gekauft. Nach dem Kapitalschlüssel (damals 27,5 %) entfiel auf die Deutsche Bundesbank somit ein Risiko von rund 58 Mrd. Euro. Unzweifelhaft ist das eine haushaltsrelevante Größenordnung.
- 24 Auch für das OMT-Programm galt und gilt eine Risikoteilung und somit eine Teilung eventuell anfallender Verluste<sup>15</sup>.
- 25 Eine Risikoteilung ergab (oder ergibt) sich beim SMP und beim OMT-Programm schon daraus, dass die Ankäufe der Anleihen von den nationalen Zentralbanken (NZBen) durchgeführt wurden (oder werden). Wenn die Käufe durch die NZBen volumenmäßig entsprechend ihrem Kapitalanteil an der EZB durchgeführt werden, ergibt sich schon hieraus eine Risikoverteilung, die dem Kapitalschlüssel entspricht. Beim PSPP hingegen wird diese Risikoteilung für 80 % der Käufe prima facie vermieden, indem die EZB festgelegt hat, dass in diesem Umfang jede NZB nur von ihrem eigenen Staat emittierte Anleihen kauft, so dass insofern die jeweilige NZB nicht die Risiken von Anleihen anderer Staaten trägt.

---

<sup>15</sup> Vgl. z.B. Stellungnahme der EZB vom 16.1.2013 im OMT-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht – 2 BvR 1390/12 u.a., S. 38-40 – **Anlage 2**.



- 26 Die Risikoteilung und damit die Teilung der Verluste ist der Normalfall des Umgangs mit Verlusten aus geldpolitischen Operationen des ESZB. Sie ergibt sich – wie im vorigen Absatz gezeigt – regelmäßig schon aus der arbeitsteiligen Durchführung der geldpolitischen Operationen. Falls dennoch eine NZB bei geldpolitischen Operationen, die sie im Auftrag der EZB durchgeführt hat, ausnahmsweise Verluste erleidet, die über den Anteil an den Gesamtverlusten des ESZB, die dem Kapitalanteil dieser NZB entsprechen, hinausgehen, werden diese Verluste regelmäßig aufgrund eines Beschlusses der EZB gemäß Art. 32.4 Abs. 2 ESZB-Satzung ausgeglichen.
- 27 In ihrer im OMT-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht abgegebenen Stellungnahme<sup>16</sup> beschreibt die EZB die Risikoverteilung wie folgt:

„Erzielt die Europäische Zentralbank unter Berücksichtigung aller Einnahmen und aller Ausgaben, einschließlich von Rückstellungen, einen Nettoverlust, kann der Fehlbetrag gemäß Art. 33.2 der ESZB-/EZB-Satzung aus dem Reservefonds und erforderlichenfalls - nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rates - aus den monetären Einkünften des betreffenden Geschäftsjahres im Verhältnis und bis zur Höhe der Beträge gezahlt werden, die nach Artikel 32.5 ESZB-/EZB-Satzung an die nationalen Zentralbanken des Eurosystems verteilt werden. Wenn kein Verlustausgleich erfolgen soll, würde die Europäische Zentralbank den Verlust als „Verlustvortrag“ in der Bilanz ausweisen und in den Folgejahren nach Möglichkeit verringern. Die Deutsche Bundesbank ist an etwaigen Verlusten mit einem Anteil von 27,5% beteiligt.

Die Gewinne und Verluste der nationalen Zentralbanken des Eurosystems aus den in ihrer Bilanz ausgewiesenen OMTs werden, anders als bei der Europäischen Zentralbank, gesondert behandelt. Sie unterfallen den besonderen Regelungen, die bei der Verteilung der Gewinne und Verluste aus geldpolitischen Operationen (sogenannte monetäre Einkünfte) gelten.

Danach werden die monetären Einkünfte am Ende eines jeden Geschäftsjahres verteilt (Art. 32.1 ESZB-/EZB-Satzung). Der Betrag der monetären Einkünfte einer jeden nationalen Zentralbank entspricht ihren jährlichen Einkünften aus Vermögenswerten, die sie als Gegenposten zum Bargeldumlauf und zu ihren Verbindlichkeiten aus Einlagen der Kreditinstitute hält (Art. 32.2 ESZB-/EZB-Satzung). Diese Vermögenswerte werden von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems gemäß den vom EZB-Rat zu erlassenden Richtlinien gesondert erfasst,

Einzelheiten sind festgelegt durch Europäische Zentralbank, Beschluss über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist vom 25. November 2010, EZB/2010/23, ABI. 2011 EU Nr. L 35/17.

Diese Regelung lässt sich vereinfacht dahingehend zusammenfassen, dass alle nationalen Zentralbanken ihre monetären Einkünfte zunächst in ein gemeinsames Verrechnungskonto einstellen und sodann einen Anteil aus diesem Konto entsprechend ihrem Anteil am EZB-Kapital erhalten. Bei der Berechnung ihrer monetären Einkünfte müssten die nationalen Zentralbanken die (realisierten) Einkünfte aus OMTs einstellen, dürften aber nach derzeitiger Planung im Gegenzug auch ihre (realisierten und nicht realisierten) Verluste abziehen. Sollten die Verluste einer nationalen Zentralbank des Eurosystems aus OMTs ihre monetären Einkünfte übersteigen, würde sie einen negativen Betrag in das Verrechnungskonto einstellen. Der prinzipielle Anteil der nationalen Zentralbank am Konto würde dadurch aber nicht verringert, so dass im Ergebnis jede nationale Zentralbank nur einen Anteil an den Verlusten trüge, der ihrem Anteil am EZB-Kapital entspricht. Die Deutsche Bundesbank

---

<sup>16</sup> S.o. Fn. 15, S. 39 f.

würde demnach an etwaigen Verlusten aus OMTs mit einem Anteil von 27,5% beteiligt sein.“

- 28 Die Annahme des Bundesverfassungsgerichts, die EZB habe in älteren Programmen eine Verlustteilung beschlossen, aus der sich Risiken für die Gewinn- und Verlustrechnung der nationalen Zentralbanken ergeben können, trifft somit zweifelsfrei zu.
- 29 Diese Risiken können sich auch auf die haushaltspolitische Gesamtverantwortung der nationalen Parlamente auswirken. Dass die Größenordnung der in Rede stehenden Risiken die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages tangiert, lässt sich nicht bezweifeln. Eine andere Frage ist, ob die Wahrscheinlichkeit der Risikoverwirklichung zur Zeit so groß ist, dass eine Verletzung der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung bejaht werden muss. Darum geht es aber bei der vom Gerichtshof gestellten Frage nicht, denn diese zielt allein auf die Risikoverteilung ab, nicht auf die ökonomische Wahrscheinlichkeit des Eintritts von Verlusten.
- 30 Risiken für die haushaltspolitische Gesamtverantwortung der nationalen Parlamente wären nur dann ausgeschlossen, wenn es ausgeschlossen wäre, dass sich die Verluste, die aufgrund der Risikoverteilung innerhalb des ESZB in der Bilanz einer NZB entstehen, negativ auf den Staatshaushalt des betreffenden Mitgliedstaats auswirken. Dies ist jedoch nicht der Fall. Denn – um beim Beispiel Deutschlands zu bleiben – eventuelle Verluste der Deutschen Bundesbank führen zu Einbußen für den Staatshaushalt der Bundesrepublik Deutschland.
- 31 Dies ist nicht nur dann der Fall, wenn – was nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts (Vorlagebeschluss Rn. 126) und nach Auffassung der Deutschen Bundesbank<sup>17</sup> unter bestimmten Voraussetzungen erforderlich werden kann – eine Rekapitalisierung der Bundesbank aus dem Staatshaushalt erfolgen muss. Auch ohne die Notwendigkeit der Zuführung neuen Kapitals aus dem Staatshaushalt an die Bundesbank belasten Verluste der Bundesbank den Bundeshaushalt. Denn Verluste aus dem PSPP oder aus älteren Ankaufprogrammen mindern den Gewinn der Bundesbank, den diese regelmäßig an den Bundeshaushalt abführt oder lassen den Gewinn vollständig entfallen, so dass die Gewinnabführungen ausbleiben. Ökonomisch macht es aber keinen Unterschied, ob der nationale Haushalt dadurch belastet wird, dass eine Zahlung an die Bundesbank geleistet werden muss, oder ob er dadurch belastet wird, dass in gleicher Höhe eine andernfalls zu erwartende Zahlung der Bundesbank an den Staatshaushalt ausbleibt<sup>18</sup>.

(Professor Dr. Dietrich Murswiek)

---

<sup>17</sup> Stellungnahme der Deutschen Bundesbank vom 21.12.2012 im OMT-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht – 2 BvR 1390 u.a., S. 27-29 – **Anlage 3**.

<sup>18</sup> Dazu ausführlicher *Dietrich Murswiek*, Die Eurokrise vor dem Bundesverfassungsgericht, 2016, S. 535, 591, 718 f.; vgl. auch die Stellungnahme der Bundesbank (Fn. 17), S. 28 f.

**Verzeichnis der Anlagen:**

Anlage Nr.	Kurzbeschreibung	Anzahl der Seiten	Fundstelle der Anlage im Anhang	Erwähnung in der Stellungnahme
1	Prozessvollmacht	1	S. 1	S. 1
2	Stellungnahme der EZB vom 16.1.2013 im OMT-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht – 2 BvR 1390/12 u.a. (Auszug)	4	S. 2-5	Rn. 24, 27; Fn. 15, 16
3	Stellungnahme der Deutschen Bundesbank vom 21.12.2012 im OMT-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht – 2 BvR 1390 u.a. (Auszug)	4	6-9	Rn. 31; Fn. 17, 18