

MATTHIAS MAYER

Die Verteilung von Verlusten
aus der Offenmarktpolitik
des Eurosystems

Jus Internationale et Europaeum

190

Mohr Siebeck

Jus Internationale et Europaeum

herausgegeben von

Thilo Marauhn und Christian Walter

190



Matthias Mayer

Die Verteilung von Verlusten aus der Offenmarktpolitik des Eurosystems

Kompetenzielle Grundlagen und unionsrechtliche
Grenzen

Mohr Siebeck

Matthias Mayer, geboren 1991; 2014 B.A. an der Hochschule für öffentliche Verwaltung Rheinland-Pfalz; Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Bonn; 2018 Erste juristische Staatsprüfung; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für deutsches und europäisches Verfassungs- und Verwaltungsrecht der Universität Bonn; 2022 Promotion; Rechtsreferendariat im Bezirk des OLG Köln mit Station u.a. in der Generaldirektion Rechtsdienste der Europäischen Zentralbank.

ISBN 978-3-16-161735-5 / eISBN 978-3-16-161812-3

DOI 10.1628/978-3-16-161812-3

ISSN 1861-1893 / eISSN 2568-8464 (Jus Internationale et Europaeum)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen aus der Times gesetzt und von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2021/2022 von der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn als Dissertation angenommen. Sie befindet sich auf dem Stand Juni 2022.

Meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Heiko Sauer möchte ich an erster Stelle herzlich für die Betreuung der Arbeit danken, bei der er mir einerseits große wissenschaftliche Freiheit eingeräumt und andererseits bei Bedarf stets für wertvolle Gespräche über deren Inhalt zur Verfügung gestanden hat. Zugleich bedanke ich mich auch für die Zeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl für deutsches und europäisches Verfassungs- und Verwaltungsrecht, in der ich an einer Vielzahl interessanter Projekte mitarbeiten durfte und die ich insgesamt als eine sehr lehrreiche und schöne Zeit empfunden habe. Herrn Prof. Dr. DDr. h.c. Matthias Herdegen danke ich herzlich für die Erstellung des Zweitgutachtens sowie daneben auch für die Jahre als Studentischer Mitarbeiter am Institut für Öffentliches Recht und Völkerrecht, in der mein Interesse am wissenschaftlichen Arbeiten geweckt und gefördert wurde.

Für die Aufnahme in die Schriftenreihe *Jus Internationale et Europaeum* möchte ich mich bei den Herren Prof. Dr. Thilo Marauhn und Prof. Dr. Christian Walter bedanken.

Die Stiftung Geld und Währung sowie die Konrad-Redeker-Stiftung haben die Veröffentlichung der Arbeit mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss gefördert. Den Mitgliedern des Vorstands der Stiftung Geld und Währung sowie den Herren Prof. Dr. Wolfgang Roth, LL.M. (Michigan) und Prof. Dr. Olaf Reidt möchte ich hierfür stellvertretend herzlich danken.

Mein Dank gilt daneben den Kolleginnen und Kollegen des Lehrstuhls, insbesondere meiner Kollegin Carolin Schlößer, LL.M., die stets für Diskussionen zur Verfügung gestanden und so zum Gelingen der Arbeit beigetragen hat, sowie den Studentischen Mitarbeiterinnen, die mich zuverlässig bei der Beschaffung von Literatur unterstützt haben.

Zudem bedanke ich mich bei Dr. Karen Kaiser und den übrigen Mitgliedern des „Monetary Financing Teams“ sowie bei Christian Kroppenstedt für die Gelegenheit, mich im Rahmen meiner Referendarstation in der Generaldirektion

Rechtsdienste der Europäischen Zentralbank über einzelne Bestandteile dieser Arbeit austauschen zu können, sowie für die wertvollen Anmerkungen, die ich in diesem Zusammenhang erhalten habe.

Darüber hinaus möchte ich meinen Eltern Sabine und Jürgen Mayer dafür Danke sagen, dass sie mich stets gefördert und Vertrauen in meine Entscheidungen gehabt haben. Ohne ihre fürsorgliche Unterstützung wäre diese Arbeit nicht entstanden. Meinem Großvater Felix Staaden gebührt daneben Dank, mir ein besonderes Vorbild dafür zu sein, sich stets eine eigene Auffassung über die Dinge zu bilden.

Mein größter Dank gilt jedoch meiner Partnerin Dr. Lisa-Sophie Goik, für den Weg, den wir gemeinsam bereits gegangen sind, sowie dafür, dass sie mich auch bei der Erstellung dieser Arbeit in vielfältiger Weise unterstützt und mich insbesondere bei Zweifeln am Gelingen des Projekts stets darin bestärkt hat, dass dieses erfolgreich zu Ende gebracht werden kann.

Bonn, im Oktober 2022

Matthias Mayer

Inhaltsübersicht

Einleitung	1
§ 1 Einführung in den Gegenstand sowie Anliegen der Untersuchung	1
Erster Teil: Die Offenmarktpolitik des Eurosystems:	
Institutionelle, rechtliche und funktionelle Grundlagen	11
§ 2 Das Eurosystem	12
A. Das Eurosystem und das ESZB	12
B. Die institutionellen Bestandteile des Eurosystems	15
C. Die Unabhängigkeit des Eurosystems	31
§ 3 Der Rechtsrahmen der Offenmarktpolitik	50
A. Der primärrechtliche Handlungsrahmen	50
B. Die sekundärrechtliche Ausgestaltung durch die EZB	71
C. Die Umsetzung der sekundärrechtlichen Vorgaben durch die nationalen Zentralbanken	72
§ 4 Die Offenmarktpolitik als geldpolitisches Instrument im Wandel	73
A. Der Begriff der Offenmarktpolitik	74
B. Die Rolle der Offenmarktpolitik im Rahmen der konventionellen Zinspolitik	75
C. Die gewandelte Bedeutung der Offenmarktpolitik in Gestalt der unkonventionellen Bilanzpolitik	89
Zweiter Teil: Die Verlustrisiken der Offenmarktpolitik:	
Tatsächliche und rechtliche Parameter	109
§ 5 Die Finanzgeschäfte des Eurosystems zur Durchführung der Offenmarktpolitik	111
A. Die rechtlichen Grundlagen der Finanzgeschäfte des Eurosystems	111
B. Die einzelnen Finanzgeschäfte	114
§ 6 Die Verlustrisiken der liquiditätsbereitstellenden Finanzgeschäfte	122

A.	Die Verlustrisiken der Kreditgeschäfte	123
B.	Die Verlustrisiken der endgültigen Wertpapierankäufe	129
C.	Exkurs: Die Verlustrisiken der Devisenswapgeschäfte für geldpolitische Zwecke	190
§ 7	Die Kontrolle der Verlustrisiken durch das Eurosystem	191
A.	Die Gründe für eine Kontrolle der Verlustrisiken durch die Zentralbanken	192
B.	Die Risikokontrollmaßnahmen des Eurosystems	194
C.	Die geldpolitischen Grenzen der Risikokontrolle	208
§ 8	Die Auswirkungen der unkonventionellen Bilanzpolitik auf das geldpolitische Risikoportfolio des Eurosystems	214
A.	Quantitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Bilanzsumme des Eurosystems	214
B.	Qualitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Zusammensetzung der Zentralbankbilanz	216
Dritter Teil: Der unionsrechtliche Rahmen für die Verteilung von Verlusten		219
§ 9	Die Kompetenzen des EZB-Rats	219
A.	Die Primärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Verteilung der geldpolitischen Ausführungskompetenzen im Eurosystem	220
B.	Die Sekundärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Vergemeinschaftung von Verlusten	283
C.	Ergebnisse zu § 9	318
§ 10	Die materiell-rechtliche Determinierung der Verlustverteilung	319
A.	Materiell-unionsrechtliche Grenzen für die Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten	320
B.	Allgemeine Geltung beanspruchende materiell-unions- rechtliche Grenzen	370
C.	Ergebnisse zu § 10	386
Schlussbetrachtung		389
§ 11	Das Eurosystem als wirtschaftliche Einheit ohne überschießende Tendenz	389
§ 12	Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung	391

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Einleitung	1
§ 1 Einführung in den Gegenstand sowie Anliegen der Untersuchung	1
Erster Teil: Die Offenmarktpolitik des Eurosystems: Institutionelle, rechtliche und funktionelle Grundlagen	11
§ 2 Das Eurosystem	12
A. Das Eurosystem und das ESZB	12
I. Die Zuständigkeit des Eurosystems für die Währungspolitik der Union	12
II. Die rechtstechnische Verarbeitung der differenzierten Integration im europäischen Währungsverfassungsrecht	13
III. Der rechtliche Status der Systeme	14
B. Die institutionellen Bestandteile des Eurosystems	15
I. Die EZB	15
1. Die EZB als Unionsorgan und eigenständige Rechtsperson	15
2. Die Beschlussorgane der EZB und ihre Aufgaben	17
a) Das Direktorium	17
b) Der EZB-Rat	18
c) Der Erweiterte Rat	21
II. Die nationalen Zentralbanken	21
1. Die organisatorische Stellung der nationalen Zentralbanken	21
a) Die nationalen Zentralbanken als Rechtspersonen des nationalen Rechts	21
b) Die Organisations- und Personalhoheit der Mitgliedstaaten	22
c) Die unterschiedlichen Organisationsformen der nationalen Zentralbanken	23

2. Die funktionale Doppelstellung der nationalen Zentralbanken	24
a) Die Eingliederung der nationalen Zentralbanken in die Aufgabenwahrnehmung des Eurosystems	24
b) Die Wahrnehmung von Aufgaben nach den nationalen Zentralbankgesetzen	26
3. Die nationalen Zentralbanken als Anteilseigner der EZB	28
C. Die Unabhängigkeit des Eurosystems	31
I. Der instrumentelle Charakter des Modells unabhängiger Zentralbanken	31
II. Die unabhängige Stellung der Zentralbanken nach dem Unionsrecht	34
1. Die Zentralbankunabhängigkeit als multidimensionales Konzept	34
2. Die unabhängige Stellung der EZB	36
a) Institutionelle Unabhängigkeit	36
b) Funktionelle Unabhängigkeit	39
c) Personelle Unabhängigkeit	40
d) Finanzielle Unabhängigkeit	41
3. Die unabhängige Stellung der nationalen Zentralbanken	42
a) Die funktionale Integration der nationalen Zentralbanken als Grund für die unionsrechtliche Gewährleistung ihrer Unabhängigkeit	42
b) Die Mechanismen der unionsrechtlichen Gewährleistung der Unabhängigkeit der nationalen Zentralbanken	44
aa) Die Verankerung einzelner Unabhängigkeitsgarantien im Unionsrecht	44
bb) Die Forderung des Unionsrechts nach einer ergänzenden Gewährleistung der Unabhängigkeit durch das innerstaatliche Recht	45
(1) Art. 131 AEUV als Verpflichtungsgrundlage	45
(2) Unionsrechtliche Anforderungen an die ergänzende Gewährleistung der Unabhängigkeit	48
(a) Die unabhängige Stellung der EZB als Maßstab	48
(b) Zur Rolle der EZB bei der Konkretisierung der unionsrechtlichen Anforderungen	49
§ 3 Der Rechtsrahmen der Offenmarktpolitik	50
A. Der primärrechtliche Handlungsrahmen	50
I. Die Handlungsbefugnisse des Eurosystems	50
1. Die Befugnisgrundlagen	50
2. Die Konkretisierung der geldpolitischen Handlungsbefugnisse am Maßstab der Zielsetzung	51
a) Die Gewährleistung von Preisstabilität	52

aa) Der Begriff der Preisstabilität als unbestimmter Rechtsbegriff	52
bb) Die Preisstabilitätsdefinition der EZB	54
b) Die Unterstützung der Wirtschaftspolitik in der Union	56
c) Der Primat der Preisstabilität	57
3. Die Reichweite der Handlungsbefugnisse	59
II. Die währungsverfassungsrechtlichen Handlungsgrenzen	61
1. Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung	62
a) Die Verfolgung einer gesunden Haushaltspolitik als Zweck des Verbots	62
b) Die verbotenen Finanzierungsformen	63
aa) Das Verbot der Bereitstellung von Kreditfazilitäten	63
bb) Das Verbot des unmittelbaren Erwerbs öffentlicher Schuldtitel	64
c) Das Verbot der Umgehung des Art. 123 Abs. 1 AEUV	66
2. Das Gebot der Einheitlichkeit der Geldpolitik	67
3. Der Grundsatz der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb	68
a) Der Vorrang marktwirtschaftlicher Instrumente	69
b) Die gebotene marktkonforme Anwendung marktwirtschaftlicher Instrumente	70
B. Die sekundärrechtliche Ausgestaltung durch die EZB	71
C. Die Umsetzung der sekundärrechtlichen Vorgaben durch die nationalen Zentralbanken	72
§ 4 Die Offenmarktpolitik als geldpolitisches Instrument im Wandel	73
A. Der Begriff der Offenmarktpolitik	74
B. Die Rolle der Offenmarktpolitik im Rahmen der konventionellen Zinspolitik	75
I. Die Beeinflussung der Preisentwicklung über die Leitzinsen: Zum Transmissionsmechanismus der Geldpolitik	75
1. Die Transmission über die kurzfristigen Geldmarktzinsen	76
a) Der Liquiditätsbedarf des Bankensystems	77
b) Die „Zinsführerschaft“ des Eurosystems am Regulierungsgeldmarkt	78
2. Die Transmissionskanäle	79
a) Die Schwierigkeiten bei der Ermittlung einzelner Transmissionskanäle	79
b) Die transmissionstheoretischen Vorstellungen der EZB	80
aa) Der Zinskanal	80
bb) Der Vermögenspreiskanal	80
cc) Der Kreditkanal	82
dd) Der Wechselkurskanal	83

3. Die Bedeutung von Markterwartungen über die künftige Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktzinsen	83
II. Die Umsetzung des geldpolitischen Kurses durch das geldpolitische Instrumentarium: Zur Steuerung der kurzfristigen Geldmarktzinsen	85
1. Die Vorgabe eines Zinskorridors durch die ständigen Fazilitäten	85
2. Die Zinssteuerung durch die Offenmarktgeschäfte	86
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	86
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	87
c) Feinsteuerungsoperationen	87
d) Strukturelle Operationen	88
3. Die Zinsstabilisierung durch die Mindestreserve	88
C. Die gewandelte Bedeutung der Offenmarktpolitik in Gestalt der unkonventionellen Bilanzpolitik	89
I. Die Funktionsbedingungen und -grenzen der konventionellen Zinspolitik	90
1. Die Stabilität des Finanzsystems	90
2. Die Nullzinsgrenze	91
II. Die Entwicklung im Euro-Währungsgebiet seit 2007	92
1. Die Funktionsbeeinträchtigungen des Interbankengeldmarkts	92
a) Der Rückgang des Ausleihvolumens auf dem Interbankengeldmarkt im Nachgang der Lehman-Insolvenz	92
b) Die Fragmentierung des Interbankengeldmarkts während der europäischen Staatsschuldenkrise	93
2. Die Niedriginflationsphase	95
III. Die geldpolitische Reaktion des Eurosystems	95
1. Die Maßnahmen zur Sicherung und Verbesserung der geldpolitischen Transmission	96
a) Die Vollzuteilungspolitik und diese ergänzende Maßnahmen	97
b) Das Credit Easing	99
aa) Die Programme zum Ankauf von Wertpapieren	100
(1) Das CBPP und das ABSPP	100
(2) Das SMP und die OMT	101
(3) Das CSPP	102
bb) Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte	102
2. Das Quantitative Easing als Maßnahme zur geldpolitischen Lockerung an der Nullzinsgrenze	104
3. Die Maßnahmen zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie	106

Zweiter Teil: Die Verlustrisiken der Offenmarktpolitik: Tatsächliche und rechtliche Parameter	109
§ 5 Die Finanzgeschäfte des Eurosystems zur Durchführung der Offenmarktpolitik	111
A. Die rechtlichen Grundlagen der Finanzgeschäfte des Eurosystems	111
I. Die Bestimmung des Kreises zulässiger Finanzgeschäfte durch die ESZB/EZB-Satzung und die nationalen Zentralbankgesetze	111
II. Das nationale (Zivil-)Recht als anwendbares Recht	112
III. Die Vorgaben der EZB und ihre Umsetzung durch die nationalen Zentralbanken	113
B. Die einzelnen Finanzgeschäfte	114
I. Die liquiditätsbereitstellenden Finanzgeschäfte	114
1. Befristete Transaktionen	114
a) Besicherte Kredite	115
b) Pensionsgeschäfte	117
2. Endgültige Ankäufe von Vermögenswerten	118
3. Devisenswaps für geldpolitische Zwecke	119
II. Die ausschließlich liquiditätsabsorbierenden Finanzgeschäfte	120
1. Endgültige Verkäufe von Vermögenswerten	120
2. Hereinnahme von Termineinlagen	120
3. Emission von EZB-Schuldverschreibungen	121
§ 6 Die Verlustrisiken der liquiditätsbereitstellenden Finanzgeschäfte	122
A. Die Verlustrisiken der Kreditgeschäfte	123
I. Das Kontrahentenausfallrisiko	123
II. Die Besicherung des Kontrahentenausfallrisikos und das Kreditrisiko	125
1. Das Erfordernis der Besicherung der Darlehensvergabe	125
2. Die automatische Besicherung im Rahmen von Pensions- geschäften und die Bedeutung des Close-out Netting	127
B. Die Verlustrisiken der endgültigen Wertpapierankäufe	129
I. Allgemeine Risikobetrachtung	129
1. Das Ausfall-, Markt- und Liquiditätsrisiko	129
2. Das Ausfallrisiko als bestimmender Risikofaktor	130
II. Betrachtung der Ausfallrisiken der durch das Eurosystem angekauften Wertpapiere	131
1. Der Ankauf von Unternehmensanleihen	131
2. Der Ankauf von ABS	132
3. Der Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen	134

4. Der Ankauf von nichtstaatlichen Schudtiteln des öffentlichen Sektors	135
a) Schudtitel internationaler Organisationen	136
aa) Internationale Organisationen i. S. d. PSPP-Beschlusses	136
bb) Die EFSF	136
(1) Aufgabe	136
(2) Finanzausstattung	138
(3) Sicherungszusagen der Euro-Mitgliedstaaten	138
cc) Der ESM	138
(1) Aufgabe	138
(2) Finanzausstattung und Haftung	139
(3) Haftungsbeschränkung der Euro-Mitgliedstaaten	140
dd) Die EU	140
(1) Die EU als gemeinsames Finanzierungsvehikel der Mitgliedstaaten	140
(2) Finanzausstattung	143
(3) Finanzierungs- und Nachschusspflichten der EU-Mitgliedstaaten	145
b) Schudtitel multilateraler Entwicklungsbanken	148
aa) Multilaterale Entwicklungsbanken i. S. d. PSPP-Beschlusses	148
bb) Gemeinsame Merkmale multilateraler Entwicklungsbanken	148
cc) Das Beispiel der EIB	149
c) Schudtitel anerkannter Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag	150
aa) Im Rahmen des PSPP-Beschlusses anerkannte Institutionen	150
bb) Das Beispiel der deutschen Förderbanken	150
d) Ergebnis zum Ankauf von nichtstaatlichen Schudtiteln des öffentlichen Sektors	151
5. Der Ankauf von Staatsanleihen	151
a) Die Insolvenzfähigkeit des Staates	152
aa) Die materielle Insolvenzfähigkeit	152
bb) Die formelle Insolvenzunfähigkeit	154
b) Der Umgang mit staatlichen Zahlungsschwierigkeiten innerhalb des Euro-Währungsgebiets	156
aa) Die Stabilitätshilfen des ESM	156
(1) Die einzelnen Finanzhilfeeinstrumente des ESM	157
(2) Die Voraussetzungen für den Zugang zu Stabilitätshilfen	158
bb) Die Umschuldung der staatlichen Anleiheverbindlichkeiten	161
(1) Möglichkeiten des Staates zur Durchführung einer Umschuldung	163

(a)	Die Umschuldung unter Rückgriff auf die staatliche Regelungsgewalt	163
(b)	Die Umschuldung auf dem Verhandlungsweg	165
(2)	Umschuldungsklauseln in den Anleihebedingungen der Euro-Mitgliedstaaten	166
c)	Die Beteiligung des Eurosystems an einer Umschuldung eines Euro-Mitgliedstaates	170
aa)	Die Einbeziehung in den Kreis der betroffenen Anleihegläubiger	171
bb)	Die Berechtigung des Eurosystems zur Abstimmung über Umschuldungsvereinbarungen	176
(1)	Disenfranchisement clauses in den Anleihebedingungen der Euro-Mitgliedstaaten	176
(2)	Die nicht vorhandene Kontrolle der Euro-Mitgliedstaaten über die Zentralbanken des Eurosystems	177
(3)	Die Möglichkeit der Zentralbanken zur autonomen Entscheidung über die Zustimmung zu einer Umschuldungsvereinbarung	179
(4)	Zwischenergebnis	180
cc)	Die Unionsrechtswidrigkeit eines aktiven Forderungsverzichts des Eurosystems	181
(1)	Die Beurteilung des Forderungsverzichts der Zentralbanken anhand der geldpolitischen Zielsetzung	182
(2)	Unvereinbarkeit eines aktiven Forderungsverzichts mit Art. 123 Abs. 1 AEUV	185
d)	Ergebnis zum Ankauf von Staatsanleihen	189
C.	Exkurs: Die Verlustrisiken der Devisenswapgeschäfte für geldpolitische Zwecke	190
§ 7	Die Kontrolle der Verlustrisiken durch das Eurosystem	191
A.	Die Gründe für eine Kontrolle der Verlustrisiken durch die Zentralbanken	192
B.	Die Risikokontrollmaßnahmen des Eurosystems	194
I.	Maßnahmen im Rahmen der Kreditgeschäfte	194
1.	Die Anforderungen an die finanzielle Solidität der Geschäftspartner	194
2.	Die Notenbankfähigkeit von Sicherheiten	196
a)	Der einheitliche Sicherheitenrahmen des Eurosystems	196
b)	Das breite Spektrum akzeptierter Sicherheiten	197
c)	Allgemeine Kriterien für die Zulassung von Sicherheiten	200
aa)	Administrative Kriterien	200
bb)	Bonitätsanforderungen	201

d) Der Ausschluss von Sicherheiten im Einzelfall	202
3. Weitere Maßnahmen	203
a) Bewertungsabschläge	203
b) Schwankungsmargen	204
II. Maßnahmen im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme	204
1. Die Kriterien für die Zulassung von Wertpapieren	205
2. Die Maßnahmen zur Risikodiversifizierung	205
a) Referenzgrößen für die Verteilung der Ankäufe	205
b) Ankaufobergrenzen	206
C. Die geldpolitischen Grenzen der Risikokontrolle	208
I. Das Spannungsfeld zwischen der Risikokontrolle und der Funktionsfähigkeit der Geldpolitik	208
II. Die Lockerungen der Risikokontrollmaßnahmen seit der Finanzkrise	209
1. Entwicklungen im Rahmen der Kreditgeschäfte	209
a) Die Herabsetzung der Kriterien für die Notenbank- fähigkeit von Sicherheiten	209
b) Die Anpassung der anzuwendenden Bewertungsabschläge	212
2. Entwicklungen im Rahmen der endgültigen Wertpapierankäufe	213
§ 8 Die Auswirkungen der unkonventionellen Bilanzpolitik auf das geldpolitische Risikoportfolio des Eurosystems	214
A. Quantitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Bilanzsumme des Eurosystems	214
B. Qualitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Zusammensetzung der Zentralbankbilanz	216
 Dritter Teil: Der unionsrechtliche Rahmen für die Verteilung von Verlusten	 219
§ 9 Die Kompetenzen des EZB-Rats	219
A. Die Primärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Verteilung der geldpolitischen Ausführungskompetenzen im Eurosystem	220
I. Die Kompetenzverteilungskompetenz des EZB-Rats	220
1. Die ausschließliche Kompetenz der EZB zur Ausführung der Geldpolitik	221
a) Die Ausführung der Geldpolitik als ausschließliche Zuständigkeit der Union	222

b) Die fehlende Zuweisung geldpolitischer Ausführungs-	
kompetenzen an die nationalen Zentralbanken durch	
die ESZB/EZB-Satzung	223
aa) Argumente zugunsten einer Zuweisung	
geldpolitischer Ausführungskompetenzen an	
die nationalen Zentralbanken	223
bb) Diskussion	224
(1) Zur Ableitung einer Kompetenz der nationalen	
Zentralbanken aus den Art. 17 ff. ESZB/EZB-	
Satzung	224
(a) Der ermächtigende Wortlaut	224
(b) Die Hintergründe der Doppelnennung	226
(2) Zur Rolle des Art. 12.1 UAbs. 3 ESZB/EZB-	
Satzung für die systeminterne Kompetenz-	
verteilung	226
cc) Zwischenergebnis	228
c) Ergebnis zur ausschließlichen Kompetenz der EZB	
zur Ausführung der Geldpolitik	228
2. Die Übertragung geldpolitischer Ausführungskompetenzen	
von der EZB auf die nationalen Zentralbanken	228
a) Die primärrechtlichen Grundlagen der Kompetenz-	
übertragung	229
aa) Die Übertragungsermächtigung	229
(1) Zum Erfordernis einer Übertragungs-	
ermächtigung	229
(2) Art. 9.2 ESZB/EZB-Satzung als Übertragungs-	
ermächtigung	231
bb) Die Ermächtigung zum Erlass eines Übertragungs-	
rechtsakts	232
(1) Die einschlägigen Rechtsetzungsermächtigungen	232
(a) Art. 12.1 UAbs. 1 Satz 2 ESZB/EZB-Satzung	232
(b) Art. 132 Abs. 1 erster Gedankenstrich AEUV	233
(2) Das Wahlrecht der EZB	233
b) Die Übertragungszuständigkeit des EZB-Rats	235
c) Ergebnis zur Übertragung geldpolitischer	
Ausführungskompetenzen von der EZB auf die	
nationalen Zentralbanken	237
3. Die primärrechtlichen Bindungen des EZB-Rats bei der	
Entscheidung über die Kompetenzübertragung	237
a) Das Dezentralitätsprinzip als primärrechtliche Vorgabe	
für die Kompetenzverteilung zwischen der EZB und	
den nationalen Zentralbanken	238
aa) Der Normzweck: Art. 12.1 UAbs. 3 ESZB/EZB-	
Satzung als spezielle Ausprägung des Subsidiaritäts-	
prinzips?	239

bb)	Der Anwendungsbereich: Die Durchführung von Geschäften im Aufgabenbereich des Eurosystems . . .	243
cc)	Die Kriterien: Die Möglichkeit und Sachgerechtig- keit der Aufgabenwahrnehmung durch die nationalen Zentralbanken	244
(1)	Das Möglichkeitskriterium	244
(2)	Das Sachgerechtigkeitskriterium	246
dd)	Zwischenergebnis	249
b)	Die primärrechtlichen Vorgaben für die Verteilung von Kompetenzen zwischen den nationalen Zentralbanken . . .	250
aa)	Das Gebot zur Gleichbehandlung der nationalen Zentralbanken	250
(1)	Die primärrechtliche Grundlage eines Gleichbehandlungsgebots	251
(a)	Art. 12.1 UAbs. 3 ESZB/EZB-Satzung	251
(b)	Art. 10.2 Satz 1 ESZB/EZB-Satzung	252
(c)	Art. 4 Abs. 2 Satz 1 EUV	253
(2)	Zwischenergebnis	254
bb)	Das Gebot der Gleichbehandlung der Markt- teilnehmer	254
c)	Ergebnis zu den primärrechtlichen Bindungen des EZB-Rats bei der Entscheidung über die Kompetenzübertragung	255
II.	Die kompetenzielle Akzessorietät der Verlustverteilung und ihre Reichweite	255
1.	Die begrenzte Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB unter den nationalen Zentralbanken	256
a)	Die Beteiligung der nationalen Zentralbanken am Nettogewinn der EZB	256
b)	Die Nettogewinnbeteiligung als Mechanismus zur Vergemeinschaftung von Verlusten	259
aa)	Die Ermittlung des Nettogewinns der EZB	259
(1)	Die Rechnungslegung der EZB	259
(2)	Rechtliche Grundlagen der Erstellung des Jahresabschlusses der EZB	259
(3)	Die Gewinn- und Verlustrechnung der EZB	260
(a)	Der Aufbau	261
(b)	Die Ergebnisermittlung nach dem Vorsichtsprinzip	261
bb)	Die Erfolgswirksamkeit von Verlusten aus den Wertpapierankäufen der EZB	263
(1)	Die Ausweisung der Verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung	263
(a)	Verluste aus der Realisierung des Ausfallrisikos	263

(b) Verluste aus der Realisierung des Markt- und Liquiditätsrisikos	264
(2) Die Auswirkungen auf den Nettogewinn der EZB	264
cc) Zwischenergebnis	266
c) Die Grenze der primärrechtlichen Vergemeinschaftung von Verlusten	266
d) Ergebnis zur begrenzten Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB unter den nationalen Zentralbanken	267
2. Die eigenständige Verlusttragung durch die nationalen Zentralbanken	267
a) Die Verteilung der monetären Einkünfte zwischen den nationalen Zentralbanken	267
b) Die Ermittlung der monetären Einkünfte einer nationalen Zentralbank	269
aa) Die gesondert zu erfassenden Vermögenswerte	270
bb) Die Bemessung des Ertrages aus den erfassten Vermögenswerten	272
cc) Zwischenergebnis	273
c) Die Möglichkeiten einer nationalen Zentralbank zur Verrechnung von Kosten und Verlusten mit den monetären Einkünften	273
aa) Obligatorische Verrechnung von Zinszahlungen	274
bb) Weitere Verrechnungsmöglichkeiten auf der Grundlage eines Beschlusses des EZB-Rats	275
d) Ergebnis zur eigenständigen Verlusttragung der nationalen Zentralbanken	276
III. Überblick über die gegenwärtige Kompetenzverteilung bei der Ausführung der Offenmarktpolitik	276
1. Sekundärrechtliche Grundlagen der Kompetenzverteilung	276
a) Die Leitlinie allgemeine Dokumentation	276
b) Die nicht-öffentlichen Leitlinien über die Umsetzung der Wertpapierankäufe	277
2. Das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen der operativen Tätigkeit der nationalen Zentralbanken und der EZB	278
a) Der Grundsatz der dezentralen Ausführung der Offenmarktgeschäfte nach der Leitlinie allgemeine Dokumentation	278
b) Die operative Tätigkeit der EZB im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme	278
3. Die Verteilung von Kompetenzen zwischen den nationalen Zentralbanken	279
a) Die Kompetenzverteilung nach dem Regionalprinzip	279
b) Die Zuteilung von Ankaufkontingenten am Maßstab des Anteils der nationalen Zentralbanken am Kapitalschlüssel des Eurosystems	280

c) Die selektive Dezentralisierung im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme	281
IV. Ergebnis zur Primärebene der Verlustverteilung	282
B. Die Sekundärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Vergemeinschaftung von Verlusten	283
I. Die Beschlusskompetenzen des EZB-Rats zur weitergehenden Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB	283
1. Der Ausgleich eines Bilanzverlusts der EZB durch Rückgriff auf die monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken	283
2. Weitere Verpflichtungen der nationalen Zentralbanken zur Kompensation eines Bilanzverlusts der EZB	285
a) Die Kompensation von Verlusten im Wege einer Veränderung des Eigenkapitals der EZB	285
aa) Die Erhöhung des Eigenkapitals	285
(1) Die rechtlichen Grundlagen einer Kapitalerhöhung durch den EZB-Rat	285
(2) Die Einzahlung der Kapitalanteile durch die nationalen Zentralbanken	287
(3) Die gegenwärtigen Möglichkeiten einer Kapitalerhöhung der EZB	288
(4) Die lediglich mittelbaren Auswirkungen einer Kapitalerhöhung auf den Bilanzverlust der EZB	289
bb) Die Herabsetzung des Eigenkapitals	291
(1) Die Kapitalherabsetzung als Mechanismus zur Kompensation eines Bilanzverlusts	291
(2) Die Unzulässigkeit einer Kapitalherabsetzung durch den EZB-Rat	292
cc) Zwischenergebnis	293
b) Die Kompensation von Verlusten im Wege einer Nachschusspflicht der nationalen Zentralbanken	294
aa) Nachschusspflichten der Anteilseigner einer Zentralbank	294
bb) Nachschusspflichten der nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB	294
3. Ergebnis zu den Beschlusskompetenzen des EZB-Rats zur weitergehenden Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB	297
II. Die Beschlusskompetenz des EZB-Rats zur Vergemeinschaftung von Verlusten der nationalen Zentralbanken	297
1. Art. 32.4 UAbs. 2 Satz 1 Var. 2 ESZB/EZB-Satzung als Grundlage für die Vergemeinschaftung von Verlusten aus der Offenmarktpolitik	298
a) Die Verluste aus währungspolitischen Operationen des Eurosystems	298

b) Das Kriterium der Spezifität der Verluste	298
c) Beschränkung des Anwendungsbereichs auf Fälle einer selektiven Dezentralisierung von Aufgaben im Eurosystem?	299
2. Das Vorliegen „außergewöhnlicher Umstände“ als Voraussetzung einer Vergemeinschaftung von Verlusten	301
a) Kein Ausschluss einer allgemeinen Vergemeinschaftung von Verlusten unter Art. 32.4 UAbs. 2 Satz 1 Var. 2 ESZB/EZB-Satzung	301
b) Die zu berücksichtigenden und zu bewertenden Umstände	301
aa) Die Interpretationsoffenheit des Wortlauts	301
bb) Die denkbaren Perspektiven	302
(1) Die Perspektive auf die Vorhersehbarkeit des Entstehungsereignisses des Verlusts	302
(2) Die Perspektive auf die Aufgabenwahrnehmung innerhalb des Eurosystems	303
cc) Der Entscheidungsspielraum des EZB-Rats	303
c) Potentielle Anwendungsfälle unter Berücksichtigung des gegenwärtigen Regelungsgefüges zur Aufgaben- wahrnehmung innerhalb des Eurosystems	304
aa) Die selektive Dezentralisierung im Rahmen der Geldpolitik	304
bb) Die fehlende Möglichkeit zur eigenständigen Risikokontrolle	304
(1) Folgen für die Zulässigkeit einer Vergemein- schaftung von Verlusten aus den Kredit- geschäften des Eurosystems	305
(2) Folgen für die Zulässigkeit einer Vergemein- schaftung von Verlusten aus den Wertpapier- ankaufprogrammen	305
3. Das Ermessen des EZB-Rats bei der Entscheidung über die Vergemeinschaftung von Verlusten unter Art. 32.4 UAbs. 2 Satz 1 Var. 2 ESZB/EZB-Satzung	307
a) Das Ermessen hinsichtlich des „Ob“ der Vergemein- schaftung	307
b) Das Ermessen des EZB-Rats im Hinblick auf Form und Höhe der Entschädigung	308
aa) Die Verrechnung mit den monetären Einkünften der nationalen Zentralbanken und andere Entschädigungsformen	308
bb) Die fehlende Begrenzung der Höhe der zulässigen Entschädigung	309
c) Die gebotene Vergemeinschaftung von Verlusten anhand des Kapitalschlüssels des Eurosystems	310

4. Ergebnis zur Beschlusskompetenz des EZB-Rats zur Vergemeinschaftung von Verlusten zwischen den nationalen Zentralbanken	311
III. Überblick über die Praxis des EZB-Rats zur Vergemein- schaftung von Verlusten zwischen den nationalen Zentralbanken	312
1. Vorbemerkung zur Nachweisführung anhand öffentlich zugänglicher Quellen	312
a) Veröffentlichung der Beschlüsse des EZB-Rats als Voraussetzung ihrer rechtlichen Existenz?	312
b) (Teil-)Ablehnung eines Antrages auf Dokumentenzugang durch die EZB	313
2. Die Vergemeinschaftung von Verlusten aus den Offenmarkt- geschäften als praktischer Regelfall	315
a) Die Vergemeinschaftung von Verlusten im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme	315
b) Die Vergemeinschaftung von Verlusten im Rahmen der Kreditgeschäfte	316
IV. Ergebnis zur Sekundärebene der Verlustverteilung	318
C. Ergebnisse zu § 9	318
§ 10 Die materiell-rechtliche Determinierung der Verlustverteilung . . .	319
A. Materiell-unionsrechtliche Grenzen für die Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten	320
I. Die notwendige Unterscheidung nach dem Belastungs- adressaten	320
II. Die Unionsrechtskonformität einer Belastung der nationalen Zentralbanken mit Verlusten aus dem Ausfall eines anderen Euro-Mitgliedstaates	322
1. Die Vereinbarkeit mit der „Nichtbeistandsklausel“	322
2. Die Vereinbarkeit mit dem Verbot der monetären Haushalts- finanzierung	323
3. Ergebnis zur Unionsrechtskonformität einer Belastung der nationalen Zentralbanken mit Verlusten aus dem Ausfall eines anderen Euro-Mitgliedstaates	326
III. Die Unionsrechtskonformität der Verlustverteilung bei einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten für die Verluste der nationalen Zentralbanken	326
1. Die Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken	328
a) Formen einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten	328
aa) Keine Haftung aufgrund der Stellung als Berechtigte des Gewinns der nationalen Zentralbanken	328

bb) Haftung aufgrund von Nachschusspflichten	330
b) Zur Haftung der Euro-Mitgliedstaaten nach dem Unionsrecht	330
aa) Das Fehlen einer ausdrücklichen Haftungsgrundlage	330
bb) Die Haftung der Euro-Mitgliedstaaten nach dem innerstaatlichen Recht	331
(1) Die Rechtslage nach den nationalen Zentralbankgesetzen	331
(2) Die verfassungsrechtliche Anstaltslast der Bundesrepublik Deutschland gegenüber der Deutschen Bundesbank	332
(3) Zwischenergebnis	334
c) Zur unionsrechtlichen Forderung nach einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten nach dem innerstaatlichen Recht	334
aa) Die Rechtsauffassung der EZB	335
bb) Diskussion	337
(1) Die begrenzten Möglichkeiten der EZB zur Kompensation von Verlusten über „externe“ Finanzmittel	337
(2) Die Fähigkeit der nationalen Zentralbanken zur Erfüllung ihrer finanziellen Verpflichtungen gegenüber der EZB	339
(3) Das Risikoportfolio der nationalen Zentralbanken und die Bedeutung des Eigenkapitals für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik einer Zentralbank	341
(a) Unterschiede im Risikoportfolio zwischen den nationalen Zentralbanken und der EZB	341
(b) Zum Zusammenhang zwischen der Bilanzsituation einer Zentralbank und ihrer Fähigkeit zur Gewährleistung von Preisstabilität	343
(c) Negatives oder verringertes Eigenkapital als adäquater Anknüpfungspunkt für eine Pflicht zur fiskalischen Unterstützung der Zentralbanken?	345
cc) Zwischenergebnis	349
d) Ergebnis zur Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken	349
2. Grenzen für die Verlustverteilung bei unterstellter Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken	350
a) Das Szenario einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten für Verluste der nationalen Zentralbanken aus dem Ankauf von Staatsanleihen	350

aa)	Zur Realisierung des mit den Staatsanleihekäufen verbundenen Ausfallrisikos	351
bb)	Zur Überschreitung der finanziellen Reserven einer nationalen Zentralbank	352
b)	Die Folgen des Haftungsszenarios für die unionsrechtliche Bewertung der Entscheidungen des EZB-Rats über die Verlustverteilung	353
aa)	Kein Verstoß gegen die „Nichtbeistandsklausel“	353
(1)	Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV als eine an die EU-Mitgliedstaaten gerichtete Verbotsnorm	354
(2)	Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV als ein den Schutz der EU-Mitgliedstaaten bezweckender Haftungsausschluss	356
(3)	Zwischenergebnis	358
bb)	Kein Verstoß gegen den Grundsatz loyaler Zusammenarbeit	358
(1)	Das Verbot der Beeinträchtigung der praktischen Wirksamkeit des Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV	358
(2)	Zur Unionsrechtskonformität einer Entschädigung der nationalen Zentralbanken durch die Euro-Mitgliedstaaten	360
(3)	Zwischenergebnis	362
cc)	Verstoß gegen das Prinzip der Eigenständigkeit der nationalen Haushalte	362
(1)	Herleitung	364
(2)	Normativer Gehalt	364
(3)	Folgerungen für die Entscheidung des EZB-Rats über die Verlustverteilung	366
c)	Befreiung der EZB von den unionsrechtlichen Grenzen durch eine Verknüpfung der Anleihekäufe mit der Gewährung einer Stabilitätshilfe durch den ESM?	368
d)	Ergebnis zu den Grenzen der Verlustverteilung bei unterstellter Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken	369
IV.	Ergebnis zu den materiell-rechtlichen Grenzen für die Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten	369
B.	Allgemeine Geltung beanspruchende materiell-unionsrechtliche Grenzen	370
I.	Das Gebot der Wahrung der Finanzkraft der Zentralbanken des Eurosystems	370
1.	Gegenstand und Grundlage des Gebots	371
2.	Auswirkungen auf die Entscheidung des EZB-Rats über die Verteilung von Verlusten zwischen den Zentralbanken	372

a) Das Gebot der Wahrung der Finanzkraft der Zentralbanken als Grenze für die Entscheidung über die Verlustverteilung	373
b) Das Gebot der Wahrung der Finanzkraft der Zentralbanken als Auslöser einer Verpflichtung zur Vergemeinschaftung von Verlusten	377
II. Materiell-unionsrechtliche Grenzen aus im Intraorganverhältnis wirkenden Rücksichtnahmepflichten	380
1. Überlegungen zur Begründung einer Rücksichtnahmepflicht sowie zu ihrem auslösenden Moment	380
a) Die Rolle der Präsidenten der nationalen Zentralbanken bei der Entscheidung über die Verlustverteilung	380
b) Die Verfassungsbindung des Bundesbankpräsidenten als auslösendes Moment	381
2. Stellungnahme	382
C. Ergebnisse zu § 10	386
Schlussbetrachtung	389
§ 11 Das Eurosystem als wirtschaftliche Einheit ohne überschießende Tendenz	389
§ 12 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung	391
Literaturverzeichnis	407
Sachverzeichnis	427

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union/Europäischen Gemeinschaften
Abs.	Absatz
ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Programme
ACC	Additional Credit Claims
AEJ	American Economic Journal
ANFA	Agreement on Net Financial Assets
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
APP	Asset Purchase Programme
Art.	Artikel
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AktG	Aktiengesetz
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Aufl.	Auflage
BBankG	Gesetz über die Deutsche Bundesbank
Bd.	Band
BFLRev	Banking & Finance Law Review
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBL.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BLI	Business Law International
BNE	Bruttonationaleinkommen
BSchuWG	Bundesschuldenwesengesetz
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerfGG	Bundesverfassungsgerichtsgesetz
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAC	Collective Action Clauses
CBBP	Covered Bond Purchase Programme
CJEL	Columbia Journal of European Law
CMLJ	Capital Markets Law Journal

CMLRev	Common Market Law Review
CSPP	Corporate Sector Purchase Programme
CTR	Common Terms of Reference
DECC	Non-marketable Debt Instruments backed by Eligible Credit Claims
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
dies.	dieselbe/dieselben
Dok.	Dokument
ebd.	ebenda
EBOLRev	European Business Organization Law Review
ECAF	Eurosystem Credit Assessment Framework
ECAI	External Credit Assessment Institutions
ECB	European Central Bank
ECCL	Enhanced Conditions Credit Line
ECFR	European Company and Financial Law Review
EDIS	European Deposit Insurance System
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EFSM	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
EG	Europäische Gemeinschaft
EGKS	Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EIB	Europäische Investitionsbank
EIB-Satzung	Satzung der Europäischen Investitionsbank
ELA	Emergency Liquidity Assistance
ELJ	European Law Journal
ELRev	European Law Review
EMB	Eigenmittelbeschluss
EmoryLJ	Emory Law Journal
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
endg.	endgültig
EP	Economic Policy
ESDM	Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESMV	Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
ESZB/EZB-Satzung	Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank
EU	Europäische Union
EUConst	European Constitutional Law Review
EuG	Europäisches Gericht
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGRZ	Europäische Grundrechte-Zeitschrift
EuR	Europarecht
Euredia	European Banking & Financial Law Journal
EURI	European Union Recovery Instrument
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft

EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	folgend/folgende
FAS	Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FILJ	Fordham International Law Journal
FJCL	Fordham Journal of Corporate & Financial Law
Fn.	Fußnote
GG	Grundgesetz
ggfs.	gegebenenfalls
GLJ	German Law Journal
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GO-EZB	Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank
GRC	Grundrechtecharta
GYIL	German Yearbook of International Law
HBLRev	Harvard Business Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
HO	Haushaltsordnung
Hrsg.	Herausgeber
IASB	International Accounting Standards Board
ICAS	In-house Credit Assessment Systems
ICLQ	The International and Comparative Law Quarterly
ICMA	International Capital Markets Association
IEEP	International Economics and Policy
IF	International Finance
IFRS	International Financial Reporting Standards
i. H. v.	in Höhe von
IJCB	International Journal of Central Banking
ILM	International Legal Materials
IMF	International Monetary Fund
InsO	Insolvenzordnung
IPrax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
i. S. d.	im Sinne der/des
ISIN	International Securities Identification Number
i. V. m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
JBFB	Journal of Banking and Finance
JBR	Journal of Banking Regulation
JCBTP	Journal of Central Banking Theory and Practice
JEL	Journal of Economic Literature
JEP	The Journal of Economic Perspectives
JES	Journal of Economic Surveys
JFR	Journal of Financial Regulation
JPE	Journal of Political Economy
Jura	Juristische Ausbildung
JZ	JuristenZeitung
Kap.	Kapitel

KWG	Kreditwesengesetz
KredAnstWiAG	Gesetz über die Kreditanstalt für Wiederaufbau
KritV	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtsprechung
KTS	Zeitschrift für Insolvenzrecht
LOLR	Lender of Last Resort
lit.	littera
MdEP	Mitglied des Europäischen Parlaments
MJIEL	Manchester Journal of International Economic Law
MJECL	Maastricht Journal of European and Comparative Law
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NPE	New Political Economy
Nr.	Nummer
NSIN	National Securities Identification Number
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NVwZ-RR	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht Rechtsprechungs-Report
OEP	Oxford Economic Papers
OERev	Open Economic Review
OJLS	Oxford Journal of Legal Studies
OMT	Outright Monetary Transactions
PCCL	Precautionary Conditioned Credit Line
PCSI	Pandemic Crisis Support Instrument
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
PfandBG	Pfandbriefgesetz
PSI	Private Sector Involvement
PSPP	Public Sector Purchase Programme
PW	Perspektiven der Wirtschaftspolitik
QE	Quantitative Easing
Rats-Dok.	Dokument des Rates der EU
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RMBD	Retail Mortgage-Backed Debt Instruments
Rn.	Randnummer
RRF	Recovery and Resilience Facility
Rs.	Rechtssache
S.	Seite
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SRDM	Sovereign Debt Resolution Mechanism
SMP	Securities Markets Programme
sog.	sogenannt(e)
SPV	Special Purpose Vehicle
SRF	Single Resolution Fund
SURE	Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System
TEV	The Economist's Voice
TILJ	Texas International Law Journal
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
u. a.	und andere

UAbs.	Unterabsatz
Var.	Variante
verb. Rs.	verbundene Rechtssache
vgl.	vergleiche
VLRev	Virginia Law Review
Vorb.	Vorbemerkung
WD	Wirtschaftsdienst
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
YEL	Yearbook of European Law
ZEuS	Zeitschrift für Europarechtliche Studien
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik
ZSE	Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften
z. T.	zum Teil

Einleitung

§ 1 Einführung in den Gegenstand sowie Anliegen der Untersuchung

Zentralbanken agieren aufgrund der ihnen heute regelmäßig obliegenden Aufgaben als große Finanzinvestoren.¹ Bei ihren Finanzgeschäften sehen sich die Zentralbanken unterschiedlichen finanziellen Risiken ausgesetzt.² Realisieren sich diese Risiken, so haben sie für die Zentralbanken einen Verlust aus dem jeweiligen Finanzgeschäft zur Folge. Derartigen Verlusten und den auf sie bezogenen finanziellen Risiken des Zentralbankhandelns wird außerhalb der Zentralbanken jedoch unter normalen Umständen keine besondere Aufmerksamkeit zuteil. Dafür lassen sich im Wesentlichen zwei Gründe anführen: Erstens handeln Zentralbanken regelmäßig profitabel. Obgleich die Erzielung von Gewinnen kein Ziel des Zentralbankhandelns darstellt, vermittelt ihnen allen voran das Zentralbankgeldmonopol eine sichere Einnahmequelle. Erst dann, wenn die Verluste aus einzelnen Finanzgeschäften eine Höhe erreichen, in der sie diese Einkünfte übersteigen, resultiert daraus zugleich ein für Aufmerksamkeit sorgender Bilanzverlust. Selbst für diesen Fall unterscheiden sich zweitens Zentralbanken jedoch insofern von Geschäftsbanken, als sie aufgrund des Zentralbankgeldmonopols zugleich in der Lage sind, ohne oder sogar mit einem negativen Eigenkapital zu operieren. Ein Bilanzverlust ist daher ungeachtet seiner Höhe nicht mit besonderen Rechtsfolgen in Gestalt etwa der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens verbunden. Mit der europäischen Staatsschuldenkrise sind gleichwohl die finanziellen Risiken, denen sich das Eurosystem im Rahmen der Offenmarktpolitik³ ausgesetzt sieht, sowie die Verteilung von Verlusten aus der Offenmarktpolitik innerhalb des Eurosystems stärker in den Fokus gerückt.

¹ Am Beispiel der Aufgaben des Eurosystems eingehend *U. Bindseil*, Central banks and other public institutions as financial investors, in: ders./F. González/E. Tabakis (Hrsg.), *Risk Management for Central Banks and Other Public Investors*, 2009, S. 3 (10 ff.).

² Für einen Überblick über die finanziellen Risiken, denen die EZB im Rahmen ihrer Tätigkeitsfelder ausgesetzt ist, *EZB*, Erweiterter Jahresabschluss 2016, S. 6.

³ Zu dem dieser Untersuchung zugrundeliegenden Begriffsverständnis der Offenmarktpolitik und ihrer Rolle als geldpolitisches Instrument des Eurosystems siehe unten S. 74 ff.

Dies lässt sich darauf zurückführen, dass die europäische Geldpolitik seit der globalen Finanzkrise einem Wandel unterlegen ist. Das Eurosystem verwendet allen voran die unterschiedlichen Wertpapierankaufprogramme als Mittel, um einerseits den durch die Leitzinsen definierten geldpolitischen Kurs aktiv zu unterstützen und andererseits auch eigenständige geldpolitische Signale auszusenden. Dazu erwirbt das Eurosystem nicht zuletzt auch Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten. Dadurch hielt das Eurosystem zum Ende des Jahres 2021 circa 33 % der gesamten ausstehenden Staatsschuld der Eurozone⁴ und ist damit zum größten Gläubiger der Euro-Mitgliedstaaten aufgestiegen. Mit diesem Befund geht allen voran aus deutscher Sicht die Befürchtung einher, dass die Verbundenheit der nationalen Zentralbanken über das Eurosystem zu einem finanziellen Transfermechanismus zwischen den Euro-Mitgliedstaaten führen könnte,⁵ mit anderen Worten also die Staatsanleiheankaufprogramme des Eurosystems den „Einstieg in die Transferunion“ darstellen.⁶ Zugespitzt wird im deutschen Diskurs befürchtet, dass die Bundesrepublik Deutschland und damit im Ergebnis der „deutsche Steuerzahler“ für die Verluste der Deutschen Bundesbank aus etwaigen Ankäufen von Staatsanleihen anderer Euro-Mitgliedstaaten haften müsse.⁷

Derartige Befürchtungen vor mit den Staatsanleihekäufen des Eurosystems verbundenen fiskalischen Umverteilungswirkungen haben auch Eingang in die Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts betreffend die geldpolitischen Outright-Geschäfte (*Outright Monetary Transactions* – OMT) sowie das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (*Public Sector Purchase Programme* – PSPP) gefunden.⁸ Nicht zuletzt

⁴ K. Whelan, The past, present and future of euro area monetary-fiscal interactions, IEEP (2022), S. 12.

⁵ Etwa H.-D. Horn, Antragsschriftsatz im PSPP-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht vom 3. September 2015, abgedruckt in C. Degenhart/H.-D. Horn/D. Murswiek/M. C. Kerber, Das Anleihekaufprogramm APP der Europäischen Zentralbank vor dem Bundesverfassungsgericht und dem Gerichtshof der Union, 2021, S. 283 (397 f.); H. Kube, Voraussetzungen und Grenzen eines europäischen Finanzausgleichs, in: H.-J. Blanke/S. Pilz (Hrsg.), Die „Fiskalunion“, 2014, S. 371 (386); D. Murswiek, Antragsschriftsatz im PSPP-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht vom 22. Oktober 2015, abgedruckt in C. Degenhart/H.-D. Horn/D. Murswiek/M. C. Kerber, Das Anleihekaufprogramm APP der Europäischen Zentralbank vor dem Bundesverfassungsgericht und dem Gerichtshof der Union, 2021, S. 579 (779 ff.).

⁶ Vgl. C. Seiler, Das Mandat des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: U. Hufeld/C. Ohler (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht, Bd. 9 Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, 2022, § 21 Rn. 62.

⁷ Interview des ehemaligen Präsidenten der Deutschen Bundesbank J. Weidmann in der FAS vom 28. Dezember 2014, S. 20 f.: „Wenn die Notenbanken im Euroraum jetzt aber Staatsanleihen aller Länder kaufen, dann übernehmen sie auf einmal gemeinschaftliche Haftung. Für Verluste aus diesen Käufen haften sie gemeinsam und damit am Ende die Steuerzahler“.

⁸ M. Nettesheim, Das PSPP-Urteil des BVerfG – ein Angriff auf die EU?, NJW 2020,

auch durch die Deutsche Bundesbank befeuert,⁹ hat das Bundesverfassungsgericht im Rahmen der OMT-Entscheidung die Existenz verfassungsrechtlicher Grenzen für die Verteilung von Verlusten innerhalb des Eurosystems angedeutet. Das Bundesverfassungsgericht prüfte hierbei, ob die OMT eine Gefährdung der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages als Bestandteil des durch Art. 20 Abs. 1 und Abs. 2 GG i. V.m. Art. 79 Abs. 3 GG geschützten und integrationsfesten Identitätskerns des Grundgesetzes darstellen.¹⁰ Die Grundlage für diese Überlegungen bildete die Prämisse, dass den Bund eine Verpflichtung trifft, die Deutsche Bundesbank im Falle hoher Verluste zu rekapitalisieren. Mit Blick auf die OMT konnte der Zweite Senat jedoch kein „verfassungsrechtlich relevantes Risiko für das Budgetrecht des Bundestages“ ausmachen.¹¹

Vor dem Hintergrund des großvolumigen Ankaufs von Staatsanleihen unter dem PSPP und angesichts der „primärrechtlich kaum determiniert[en]“ Beschlussfassung des EZB-Rats „über Art und Umfang der Risikoteilung zwischen den Mitgliedern [des Eurosystems]“ hat das Bundesverfassungsgericht das PSPP-Verfahren jedoch erneut zum Anlass genommen, diesen Aspekt zu thematisieren. Es hat dabei dem Gerichtshof der Union die Frage vorgelegt,

„ob eine unbegrenzte Risikoteilung bei Ausfällen von Anleihen der Zentralregierungen und ihnen gleichgestellter Emittenten zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems gegen Art. 123 und Art. 125 AEUV sowie gegen Art. 4 Abs. 2 EUV (i. V.m. Art. 79 Abs. 3 GG) verstieße“.¹²

Der Gerichtshof hat diese Vorlagefrage in der Rs. *Weiss* allerdings als hypothetisch und damit, in Übereinstimmung mit seiner ständigen Rechtsprechung,¹³ als unzulässig erachtet.¹⁴ Zur Begründung hat er darauf verwiesen, dass „das Pri-

S. 1631 (1634) vermutet in diesen Befürchtungen gar eine „wesentliche Antriebskraft“ der Bemühungen des Bundesverfassungsgerichts zur Eingrenzung des Handelns der EZB.

⁹ *Deutsche Bundesbank*, Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12 vom 21. Dezember 2012, S. 29, abrufbar unter <https://www.bundesbank.de/resource/blob/799684/14bcbdeda81af076aa78e40891f0997a/mL/2012-12-21-omt-data.pdf> (zuletzt abgerufen am 30. Juni 2022).

¹⁰ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016 – 2 BvR 2728/13 u. a., BVerfGE 142, 123 (231 ff.).

¹¹ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016 – 2 BvR 2728/13 u. a., BVerfGE 142, 123 (233).

¹² BVerfG, Beschluss des Zweiten Senats vom 18. Juli 2017 – 2 BvR 859/15 u. a., BVerfGE 146, 216 (293).

¹³ EuGH, Urteil vom 20. Januar 2005 – Rs. C-225/02, EU:C:2005:34, Rn. 28 – García Blanco; Urteil vom 28. März 2017 – Rs. C-72/15, EU:C:2017:236, Rn. 194 – Rosneft.

¹⁴ Vor allem die Bundesregierung hatte sich dennoch in der mündlichen Verhandlung vor

märrecht keine Vorschriften enthält, die vorsehen, dass die einer der Zentralbanken der Mitgliedstaaten bei der Durchführung von Offenmarktgeschäften entstehenden Verluste zwischen diesen Zentralbanken geteilt werden“.¹⁵ Weiter hat der Gerichtshof festgestellt, „dass die EZB entschieden hat, keinen Beschluss zu erlassen, der eine Teilung sämtlicher von den Zentralbanken der Mitgliedstaaten bei der Durchführung des PSPP erwirtschafteter Verluste vorsieht“.¹⁶ Der EZB-Rat hat vielmehr bezüglich des PSPP verlautbart, dass lediglich Verluste aus den Ankäufen von Wertpapieren europäischer Institutionen gemeinsam von den nationalen Zentralbanken zu tragen wären.¹⁷

Das Bundesverfassungsgericht hat die Nichtbeantwortung seiner Vorlagefrage hingegen in seinem anschließenden Urteil vom 5. Mai 2020 kurzerhand in ihre Beantwortung umgedeutet. Es erkennt dabei in der Einordnung der Vorlagefrage als unzulässig einen „spezifisch materiell-rechtlichen Sinn“: Dieser bestehe in der „Absage an eine entsprechende sekundär- oder tertiärrechtliche Regelung in der Zukunft, weil der Gerichtshof sie auf der Basis des geltenden Integrationsprogramms nicht nur in tatsächlicher Hinsicht für ungewiss, sondern auch für rechtlich nicht möglich und daher hypothetisch hält. Dürfte die EZB eine solche Regelung auf der Basis der Verträge beschließen, wäre die fünfte Vorlagefrage zum Entscheidungszeitpunkt nicht hypothetisch gewesen“.¹⁸

Der Gerichtshof hat der EZB daher nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts bereits die Kompetenz abgesprochen, über die Verteilung von Verlusten, welche den nationalen Zentralbanken aus den Offenmarktgeschäften entstehen, zu entscheiden.¹⁹ Es wird sich noch im Laufe dieser Untersuchung herausstellen, dass dies der Sache nach verfehlt ist. Bereits an dieser Stelle ist jedoch mit *Nettesheim* zu betonen, dass in dieser Aussage des Bundesverfassungsgerichts „mehr Wunsch als Wiedergabe der Rechtsauffassung des EuGH“ zum Ausdruck

dem Gerichtshof dafür ausgesprochen, dass dieser sich mit der Vorlagefrage befassen solle, um in diesem Zusammenhang vor allem Art. 32.4 ESZB/EZB-Satzung näher auszulegen, dazu *A. Bustami/J. Wagner*, Von Schleusen, Wehren und ihren Wärtern: Zur mündlichen Verhandlung des EuGH in der Rs. Weiss u. a., Verfassungsblog, 2. August 2018. Kritisch zur Entscheidung des Gerichtshofs *P. Sikora*, PSPP auf dem Prüfstand – Das Weiss-Urteil des EuGH, EWS 2019, S. 139 (144 f.).

¹⁵ EuGH, Urteil vom 11. Dezember 2018 – Rs. C-493/17, EU:C:2018:1000, Rn. 162 – Weiss.

¹⁶ EuGH, Urteil vom 11. Dezember 2018 – Rs. C-493/17, EU:C:2018:1000, Rn. 163 – Weiss.

¹⁷ EZB-Pressemitteilung vom 22. Januar 2015, EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.de.html (zuletzt abgerufen am 30. Juni 2022).

¹⁸ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 u. a., BVerfGE 154, 17 (147).

¹⁹ Dem zustimmend *C. Calliess*, Konfrontation statt Kooperation zwischen BVerfG und EuGH? Zu den Folgen des Karlsruher PSPP-Urteils, NVwZ 2020, S. 897 (899).

kommt.²⁰ Denn die durch das Bundesverfassungsgericht vorgenommene Deutung der Entscheidung des Gerichtshofs liegt schon mit Blick darauf fern, dass sich der Gerichtshof in seinem Urteil nicht mit der Vorschrift des Art. 32.4 UAbs. 2 Satz 1 des Protokolls (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB/EZB-Satzung)²¹ auseinandergesetzt hat. Hiernach ist es am EZB-Rat zu entscheiden, ob die nationalen Zentralbanken unter außergewöhnlichen Umständen für spezifische Verluste aus für das Eurosystem unternommenen währungspolitischen Operationen entschädigt werden. Diese Vorschrift erscheint damit unter Betrachtung des Wortlauts jedenfalls als mögliche Grundlage für die Kompetenz des EZB-Rats, über eine gemeinschaftliche Haftung der nationalen Zentralbanken zu beschließen und wurde auch vom Bundesverfassungsgericht in seiner Vorlage aufgegriffen. Dass der Gerichtshof der Union der EZB Kompetenzen abspricht, ohne sich überhaupt näher mit etwaigen kompetenziellen Grundlagen befasst zu haben, erscheint jedoch als fernliegend. Statt also Aussagen über die rechtlichen Möglichkeiten einer Verlustverteilung zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems zu treffen, erschöpfen sich die Aussagen des Gerichtshofs der Union in der Feststellung, dass das Primärrecht eine Verteilung von Verlusten zwischen den nationalen Zentralbanken nicht vorsieht und ein darauf bezogener Beschluss des EZB-Rats zum entscheidungserheblichen Zeitpunkt nicht existierte.

Dessen scheint sich im Übrigen auch das Bundesverfassungsgericht bewusst zu sein. Nur so ist es zu verstehen, dass dieses in Gestalt eines *obiter dictum* ergänzend ausgeführt hat, dass das Unionsrecht einer Umverteilung von Verlusten mit dem Prinzip der Eigenständigkeit der Haushalte und dem aus Art. 123 Abs. 1 AEUV folgenden Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung zugleich auch materiell-rechtliche Grenzen setzt. Des Weiteren hat der Zweite Senat vorsorglich auch verfassungsrechtliche Grenzen für die Verteilung von Verlusten gezogen. Denn nach seiner Auffassung stellt eine Vergemeinschaftung der den nationalen Zentralbanken unter dem PSPP drohenden Verluste unter Einschluss der Verluste aus dem Ankauf von Staatsanleihen mit Blick auf deren Umfang „eine vom Grundgesetz verbotene Haftungsübernahme für Willensentscheidungen Dritter mit

²⁰ M. Nettesheim, Das PSPP-Urteil des BVerfG – ein Angriff auf die EU?, NJW 2020, S. 1631 (1634). Kritisch auch J. Langner, in: H. Siekmann (Hrsg.), The European Monetary Union, 2022, vor Art. 28 ESZB/EZB-Satzung Rn. 17; sowie M. Ludwigs, Scherbenhaufen oder Chance? Zwölf Thesen zum PSPP-Urteil des BVerfG vom 5.5.2020, EuZW 2020, S. 530 (532), der die Umdeutung der Aussagen des Gerichtshofs durch das Bundesverfassungsgericht für „methodisch kaum haltbar“ hält.

²¹ Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, ABl. C 202 vom 7.6.2016, S. 230.

schwer kalkulierbaren Folgen“ dar, welche die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages und damit die Verfassungsidentität des Grundgesetzes berühren würde.²²

Der darin liegende Verstoß der Regelungen über die Verlustverteilung innerhalb des Eurosystems gegen das Grundgesetz bliebe mit seinen Rechtsfolgen in Gestalt der Auslösung einer aus der Integrationsverantwortung folgenden Reaktionspflicht des Deutschen Bundestages und der Bundesregierung²³ zwar auf die deutsche Rechtsordnung begrenzt. Gleichwohl zeichnet sich hier ein weiteres potentielles Konfliktfeld zwischen Luxemburg und Karlsruhe mit Bezug auf die Geldpolitik der EZB ab. Denn angesichts der unmissverständlichen Absage des Bundesverfassungsgerichts an eine Verlustteilung zwischen den nationalen Zentralbanken ist es nicht unwahrscheinlich, dass gerade dieser Aspekt der Geldpolitik künftig zum Gegenstand einer verfassungsgerichtlichen Kontrolle werden wird. Für diesen Fall steht es nicht unbedingt zu erwarten, dass der Gerichtshof auf eine erneute Vorlage des Bundesverfassungsgerichts der durch dieses erfolgten Auslegung des Unionsrechts folgen wird. Gelegenheiten um dies auszutesten wird es wohl auch künftig geben. Denn zum einen wird im Rahmen dieser Untersuchung noch zu zeigen sein, dass die gemeinsame Verlusttragung zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems in der Praxis die Regel und der Ausschluss einer solchen für den Ankauf von Staatsanleihen durch die nationalen Zentralbanken unter dem PSPP sowie unter dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (*Pandemic Emergency Purchase Programme* – PEPP), welches insofern denselben Regeln folgt, eine der wenigen Ausnahmen von dieser darstellt. Zum anderen ist es nicht ausgeschlossen, dass diese Ausnahmen durch den EZB-Rat in Zukunft geändert werden oder aber aus geldpolitischen Gründen ein erneuter selektiver Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten, wie er im Rahmen der OMT beabsichtigt war, durchgeführt werden muss, um einer erneuten Fragmentierung der geldpolitischen Transmission im Rahmen des Euro-Währungsgebiets entgegenzuwirken.²⁴ Bei letzterem kann gerade der gemeinsamen

²² BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 u. a., BVerfGE 154, 17 (149f.).

²³ Dazu *P.M. Huber*, Die Integrationsverantwortung von Bundestag und Bundesregierung, ZSE 2017, S. 286 (295 ff.).

²⁴ Siehe zuletzt die Bestrebungen der EZB, mit einem selektiven Ankauf von Staatsanleihen auf die durch die Zinswende herbeigeführten Zinsdifferenzen zwischen den einzelnen Euro-Mitgliedstaaten auf den Anleihemärkten und die hierdurch drohende Fragmentierung der geldpolitischen Transmission zu reagieren, EZB-Pressemitteilung vom 15. Juni 2022, Erklärung nach der Ad-hoc Sitzung des EZB-Rates, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220615~2aa3900e0a.de.html> (zuletzt abgerufen am 30. Juni 2022).

Verlusttragung zwischen den nationalen Zentralbanken eine entscheidende Bedeutung für die Effektivität der Anleihekäufe zukommen.²⁵

Dies nimmt die vorliegende Untersuchung zum Anlass, sich aus der Perspektive des Unionsrechts näher mit der Verteilung von Verlusten aus der Offenmarktpolitik des Eurosystems und damit einer bislang aus den einleitend genannten Gründen in der Unionsrechtswissenschaft „unterbelichtete[n] Frage“²⁶ auseinanderzusetzen. Die Untersuchung beschränkt sich dabei allerdings gegenständlich nicht auf solche Verluste, die dem Eurosystem aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten entstehen können. Sie verfolgt vielmehr in Bezug auf die Offenmarktpolitik einen holistischen Ansatz. Dies rechtfertigt sich zunächst dadurch, dass die Verteilung etwaiger Verluste aus der Offenmarktpolitik des Eurosystems aufgrund dessen institutioneller Struktur für die EZB nicht erst mit Beginn der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, sondern bereits ab dem Zeitpunkt, an dem das Eurosystem seine Tätigkeit aufgenommen hat, eine nicht unbedeutende Rolle spielt.²⁷ Zugleich wird sich zeigen, dass die unkonventionelle Geldpolitik des Eurosystems auch jenseits des Ankaufs von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten mit einem sowohl quantitativen als auch qualitativen Anstieg des Risikoportfolios der Zentralbanken des

²⁵ Hierzu *M. Draghi*, Introductory statement to the press conference (with Q&A), 22. Januar 2015, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html> (zuletzt abgerufen am 30. Juni 2022): „In OMT full risk-sharing is fundamental for the effectiveness of that monetary policy measure and you understand why; because it’s selective, it addresses specific countries, the countries are under stress, the debt sustainability is an issue and there are tail risks that could make things precipitate for certain individual countries. In that case, risk-sharing is fundamental for the effectiveness of monetary policy, and by the way, to address these risks, OMT is there, ready to be acted, in case there were risks of that kind, of that nature, tail risks were to materialise, and that programme is under full risk-sharing“. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Zielsetzung des PEPP mit Blick auf die Verlustverteilung kritisch daher *M. van der Sluis*, National central banks in EMU: time for revision?, *JBR* 23 (2022), S. 19 (25).

²⁶ *M. Ludwigs*, Die Geldpolitik der EZB zwischen Verfassungs- und Unionsrecht, *NJW* 2017, S. 3563 (3567).

²⁷ So auch *M. Draghi*, Introductory statement to the press conference (with Q&A), 22. Januar 2015, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html> (zuletzt abgerufen am 30. Juni 2022): „First of all, let me start by saying that each monetary policy operation always has some fiscal implication, and for the Central Bank what matters first and foremost is that monetary policy is effective, and then it takes into account these implications, but without prejudice for the monetary policy effectiveness. Usually, these fiscal implications are dealt with easily within a one-country framework, between the central bank and the treasury. But in the euro area, there is no European treasury, and each national treasury gives an implicit or explicit indemnity to its own central bank, but not the euro system as a whole. So the question on how to allocate risks in the euro area has been with the Governing Council since the very beginning“.

Eurosystems verbunden ist. Daher kommt auch der Verteilung etwaiger Verluste aus den Offenmarktgeschäften insgesamt noch einmal eine gesteigerte Bedeutung zu. Bei der Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten handelt es sich somit zwar um den aus unionsrechtlicher Sicht bedeutsamsten und zugleich problematischsten Anwendungsfall. Dieser stellt jedoch nur einen unter vielen dar.

Mit Blick auf diesen Untersuchungsgegenstand ist es das Anliegen der Untersuchung, die im Folgenden formulierten drei Fragestellungen zu beantworten. Hierzu gehört erstens die Frage, welche Kompetenzen das Primärrecht dem EZB-Rat eröffnet, um über die Verteilung von Verlusten aus der Offenmarktpolitik zwischen den Zentralbanken des Eurosystems, d.h. sowohl im Verhältnis zwischen den nationalen Zentralbanken wie auch im Verhältnis zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken, zu entscheiden. Daneben gilt es zweitens zu beantworten, ob das Unionsrecht der Entscheidung des EZB-Rats über die Verlustverteilung im Einzelfall materiell-rechtliche Grenzen setzt und für den Fall, dass dem so ist, wo diese verlaufen. Eng verbunden mit der Ermittlung der materiell-rechtlichen Grenzen ist schließlich drittens die Auseinandersetzung mit der Frage, welche fiskalischen Auswirkungen Verluste der nationalen Zentralbanken zeitigen. Hierbei geht es vor allem darum, ob die Euro-Mitgliedstaaten unter Umständen unionsrechtlich dazu verpflichtet sind, Verluste der nationalen Zentralbanken im Wege des Nachschusses von Kapital zu kompensieren.

Dazu gliedert sich die Untersuchung in drei Teile. Der Beantwortung der soeben formulierten untersuchungsleitenden Fragestellungen widmet sich in erster Linie der dritte Teil. Zuvor nimmt der erste Teil die Geldpolitik der Union und im speziellen die Offenmarktpolitik des Eurosystems sowohl aus einer institutionellen und rechtlichen als auch aus einer funktionellen Perspektive in den Blick und unterzieht hierbei die unkonventionelle Geldpolitik des Eurosystems ausgehend von einer Befassung mit der als konventionell verstandenen Geldpolitik einer näheren Analyse. Im Anschluss daran setzt sich der zweite Teil detailliert mit den Verlustrisiken der Offenmarktpolitik und dem Risikomanagement der Zentralbanken auseinander. Untersucht wird dabei unter anderem anhand des rechtlichen Rahmens für den Umgang mit Zahlungsschwierigkeiten eines Euro-Mitgliedstaates und den Möglichkeiten einer Beteiligung des Eurosystems an einem Schuldenschnitt für einen solchen, ob und unter welchen Voraussetzungen das aus den Wertpapierankaufprogrammen des Eurosystems resultierende Staatsanleiheportfolio die Zentralbanken mit finanziellen Verlusten belasten kann. Damit besteht die Funktion des ersten und zweiten Teils der Untersuchung zunächst darin, die Grundlage für die Befassung mit den untersuchungsleitenden Fragestellungen im dritten Teil zu schaffen. Sie erschöpft sich hierin allerdings nicht. Vielmehr vermag erst die im ersten Teil erfolgende Analyse der gewandelten

europäischen Geldpolitik sowie die Untersuchung der damit verbundenen Rückwirkungen auf das Risikoportfolio der Zentralbanken des Eurosystems im zweiten Teil im Kern aufzuzeigen, warum es notwendig erscheint, sich mit den untersuchungsleitenden Fragestellungen aus Sicht der Unionsrechtswissenschaft zu beschäftigen.

Sachverzeichnis

- Agreement on Emergency Liquidity Assistance 28
- Agreement on Net Financial Assets 28
- Allgemeiner Reservefonds, *siehe* Rückstellung
- Ankaufobergrenzen 206 f.
- Anstaltslast 150, 332–334
- Antrag auf Dokumentenzugang 313–315
- Asset Backed Securities Purchase Programme 100 f., 132–134, 281
- Ausgleichsposten für Neubewertung 262
- Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited 348
- Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten 263
- Bewertungsabschläge 203 f.
- Collective Action Clauses 166–170
- Common Terms of Reference 167
- Corporate Sector Purchase Programme 102, 131 f., 281
- Covered Bond Purchase Programme 100 f., 134 f.
- Credit Easing 99
- Dezentralitätsprinzip 238–250
- Disenfranchisement-Klausel 176
- Einheitlicher Sicherheitenrahmen 196 f.
- Einlagenfazilität 85 f.
- Endgültige Wertpapierankäufe
- , Ankauf von Staatsanleihen 151 f.
 - , Asset-Backed Securities 132–134
 - , Covered Bonds 134 f.
 - , Risiken 129–131
 - , Schuldtitel anerkannter Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag 150 f.
 - , Schuldtitel internationaler Organisationen 136
 - , Schuldtitel multilateraler Entwicklungsbanken 148 f.
 - , Unternehmensanleihen 131 f.
- Enhanced Credit Support 98 f.
- Europäische Finanzstabilisierungsfazilität 136–139
- Europäische Investitionsbank 149
- Europäische Union
- , Emission von Anleihen 140 f.
 - , Finanzausstattung 143–145
 - , Finanzierungs- und Nachschusspflichten der Mitgliedstaaten 145–148
- Europäische Zentralbank
- , Direktorium 17 f.
 - , Erweiterter Rat 21
 - , Finanzmittel 41 f.
 - , Gerichtliche Kontrolle 38 f., 60 f.
 - , Gewinn- und Verlustrechnung 260–262
 - , Jahresabschluss 259 f.
 - , Kapitalerhöhung 285–290
 - , Kapitalherabsetzung 291–293
 - , Rechtlicher Status 15–17
 - , *siehe auch* Unabhängigkeit
- Europäischer Stabilitätsmechanismus 138–140
- Europäisches System der Zentralbanken, *siehe* Eurosystem
- European Union Recovery Instrument 141–143
- Eurosystem 12–15
- , *siehe auch* Unabhängigkeit
 - , Handlungsbefugnisse 50 f.
 - , Wirtschaftliche Einheit 389
- EZB-Rat 18
- , Beschlussfassung 19 f., 385 f.
 - , Kompetenzverteilungskompetenz 228–237

- , Rücksichtnahmepflichten im Intraorganverhältnis 380–386
- , Veröffentlichung von Beschlüssen 312 f.
- Finanzgeschäfte
 - , Anwendbares Recht 112 f.
 - , Befristete Transaktionen 114–118
 - , Devisenswaps für geldpolitische Zwecke 119 f., 190 f.
 - , Emission von EZB-Schuldverschreibungen 121 f.
 - , Endgültige Ankäufe von Vermögenswerten 118 f.
 - , Endgültige Verkäufe von Vermögenswerten 120
 - , Hereinnahme von Termineinlagen 120 f.
 - , Vorgaben der EZB 113 f.
- Formelle Insolvenzunfähigkeit des Staates 154 f.
- Forward Guidance 84
- Gebot der Einheitlichkeit der Geldpolitik 67 f.
- Gebot der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer 254 f.
- Gebot der Wahrung der Finanzkraft der Zentralbanken des Eurosystems 370–379
- Geldmarkt 76 f.
 - , Interbankengeldmarkt 78, 92–95
 - , Regulierungsgeldmarkt 78
- Geldpolitischer Transmissionsmechanismus 76–79, 91
- Gemischt zentrale-dezentrale Durchführung der Wertpapierankaufprogramme 278 f.
- Gewährträgerhaftung 150
- Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte 102–105
- Grundsatz der dezentralen Ausführung der Offenmarktgeschäfte 278
- Grundsatz der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb 68–71
- Grundsatz der risk efficiency 191 f.
- Grundsatz loyaler Zusammenarbeit 358–362, 384 f.
- Incurring-Loss-Modell 263
- Inflationsrate 95
- Insolvenzunfähigkeit von Zentralbanken 339–341
- International Financial Reporting Standards 263
- Intra-Eurosystem-Salden 271 f.
- Kapitalschlüssel des Eurosystems 30, 258, 280 f., 310 f.
- Kennzeichnungsverfahren 117
- Kompetenzübertragung
 - , Übertragungsermächtigung 229–231
 - , Übertragungszuständigkeit 235–237
- Konventionelle Zinspolitik 75
- Kreditgeschäfte
 - , Begriff 123
 - , Besicherung 125–128
 - , Close-out Netting 127 f.
 - , Kontrahentenausfallrisiko 123 f.
 - , Kreditrisiko 126
- Leitzinsen 75 f., 95 f.
- Lender of Last Resort 98
- Liquiditätsbedarf des Bankensystems 77 f.
- Markterwartungen 83 f.
- Marktneutralität 71
- Master Agreement for Financial Transactions 113
- Materielle Insolvenzfähigkeit des Staates 152–154
- Mindestreserve 88 f.
- Multilaterale Entwicklungsbanken 148 f.
- Nachschusspflichten
 - , Euro-Mitgliedstaaten gegenüber den nationalen Zentralbanken 330–349
 - , Grundlagen 294
 - , Nationale Zentralbanken gegenüber der EZB 294–296
- Nationale Zentralbanken
 - , Anteilseigner der EZB 28 f., 256–258
 - , Funktionale Doppelstellung 24–28
 - , Gleichbehandlungsgebot 250–254
 - , Organisationsformen 23 f.
 - , Rechtlicher Status 21 f.
 - , Unabhängigkeit 42–50
 - , Monetäre Einkünfte 267–275, 283–285, 308

- Next Generation EU, *siehe* European Union Recovery Instrument
- Nicht-öffentliche Leitlinien über die Umsetzung der Wertpapierankäufe 277
- Nichtbeistandsklausel 322 f., 353–358
- Notfallliquiditätshilfen 341–343
- Nullzinsgrenze 91 f.
- Offenmarktgeschäfte
- , Feinsteuerungsoperationen 87 f.
 - , Hauptrefinanzierungsgeschäfte 86 f., 97 f.
 - , Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte 87, 98
 - , Strukturelle Operationen 88
- Offenmarktpolitik 74 f.
- Outright Monetary Transactions 101 f., 281, 368
- Pandemic Emergency Purchase Programme 106 f., 135
- Pari-passu-Klausel 171
- Pfandpoolverfahren 116
- Präsident der Deutschen Bundesbank
- , Verfassungsbindung 381–384
- Präsidenten der nationalen Zentralbanken 19, 380 f.
- Preferred Creditor Status 171–175
- Preisstabilität
- , Begriff 52–54
 - , Bilanzsituation der Zentralbanken 343–345
 - , Definition der EZB 54–56
 - , Glaubwürdigkeit 84 f.
 - , Primat 57 f.
- Prinzip der Eigenständigkeit der nationalen Haushalte 362–368
- Private Sector Involvement, *siehe* Umschuldung staatlicher Anleiheverbindlichkeiten
- Public Sector Purchase Programme 104 f., 135, 281 f.
- Quantitative Easing 104–106
- Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen 201
- Referenzgrößen für die Verteilung von Wertpapierankäufen 205 f.
- Regionalprinzip 279 f.
- Risikomanagement
- , Geldpolitische Grenzen 208 f.
 - , Gründe 191–194
 - , Lockerungen 209–213
 - , Maßnahmen im Rahmen der Kreditgeschäfte 194–204
 - , Maßnahmen im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme 204–207
- Rückstellungen 264 f.
- Securities Markets Programme 101, 281
- Securitization 132 f.
- Seigniorage 257
- Selektive Dezentralisierung 237 f., 281 f., 299 f., 304
- Separationsprinzip 75
- Special Purpose Vehicle 133
- Spitzenrefinanzierungsfazität, *siehe* Einlagenfazität
- Staaten-Banken Nexus 94
- Staatenimmunität 164 f.
- Staatsanleihen / Risikogewichtung 152
- Staatschuldenkrise 94
- Stabilität des Finanzsystems 90 f.
- Stabilitätshilfen des ESM
- , Finanzhilfinstrumente 157
 - , Verknüpfung mit Anleihekäufen des Eurosystems 368
- , Voraussetzungen 158–161
- Ständiger geldpolitischer Handlungsrahmen 71 f.
- Subordination Risk 174
- Subsidiaritätsprinzip 239
- Transmissionskanäle 79–83
- Umschuldung staatlicher Anleiheverbindlichkeiten
- , Forderungsverzicht des Eurosystems 181–189
 - , Möglichkeiten 163–166
- Unabhängigkeit
- , Finanzielle 41 f.
 - , Funktionelle 39 f.
 - , Instrumenteller Charakter 33 f.
 - , Multidimensionales Konzept 34 f.
 - , Personelle 40 f.
 - , Zeitinkonsistenzproblem 32 f.

- Unionale Geldpolitik
 - , Systeminterne Aufgaben- und Kompetenzverteilung 221–228, 276–282
 - , Zuständigkeit des Eurosystems 12 f.
- Unionsziele
 - , Kompetenzkonkretisierender Charakter 51 f.
 - , Maßstabsnormen 183
- Unkonventionelle Bilanzpolitik 89 f.
- Unterstützung der Wirtschaftspolitik in der Union 56 f.

- Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung 62–66, 185–189, 323–326
- Vergemeinschaftung von Verlusten zwischen den nationalen Zentralbanken
 - , Praxis 315–317
 - , Rechtliche Grundlage 297–311
 - , Verpflichtung 377–379

- Verlustrisiken
 - , Qualitative Erhöhung 216 f.
 - , Quantitative Erhöhung 214–216
- Kompetenzielle Akzessorietät der Verlustverteilung 255 f.
- Verzeichnis notenbankfähiger Sicherheiten 198 f.
- Vollzuteilungspolitik 97 f.
- Vorsichtsprinzip 261 f.

- Zentralbankbilanz
 - , Bilanzsumme 215 f.
 - , Erfolgswirksamkeit von Verlusten 263–265
 - , Negatives Nettoeigenkapital 285, 345–349
 - , Verlustvortrag 285, 338
 - , Zusammensetzung 216 f.
- Zentralbankgewinne 24, 256–258