

# Europäische Zentralbank

Martin Selmayr<sup>1</sup>

Das Jahr 2014 brachte für die gemeinsame Notenbank der Eurostaaten einen grundlegenden Wandel mit sich. Am 4. November wurde die Europäische Zentralbank (EZB) oberste Bankenaufscherin im Euroraum. Seither leitet sie den Einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus („Single Supervisory Mechanism“, SSM), der aus der EZB und den zuständigen Aufsichtsbehörden der Eurostaaten sowie der übrigen SSM-Teilnehmerstaaten<sup>2</sup> besteht. Die EZB ist damit in letzter Instanz für die Marktzulassung der rund 6.000 Kreditinstitute im Euroraum zuständig; zudem beaufsichtigt sie 120 systemrelevante Kreditinstitute (darunter 21 deutsche Institute) direkt.<sup>3</sup> Rechtsgrundlage für diese wohl nur mit der Einführung der einheitlichen Währung selbst vergleichbaren Machtverlagerung auf die europäische Ebene ist die bereits im Vertrag von Maastricht vorgesehene (und damals von Deutschland mit verfassungsändernder Zweidrittelmehrheit sowohl im Bundestag als auch im Bundesrat ratifizierte) Ermächtigungsklausel des Art. 127 Abs. 6 AEU-Vertrag, auf dessen Basis der Rat der EU-Finanzminister im Oktober 2013 einstimmig die sog. SSM-Verordnung<sup>4</sup> beschloss. Die EZB ist seither nicht mehr nur für die vorrangig am Ziel der Preisstabilität auszurichtende Geldpolitik, sondern zugleich auch für die Bankenaufsicht und damit für die Finanzstabilität im Euroraum verantwortlich. Nicht ganz zu Unrecht ist in Presse und Literatur von einer „neuen EZB“<sup>5</sup> oder einer „EZB 2.0“<sup>6</sup> die Rede. Bis Ende 2013 stellte die EZB 450 neue Mitarbeiter ein, um sich auf ihre neuen Aufgaben vorzubereiten; 2014 ist noch einmal dieselbe Anzahl hinzugekommen, so dass die EZB mittlerweile rund 2.500 Mitarbeiter zählt. Symbolisch für die „EZB 2.0“ ist der Umzug des EZB-Direktoriums und der für die Geldpolitik zuständigen Mitarbeiter in das neue, seit 2002 geplante EZB-Gebäude im Frankfurter Ostend, das im Herbst 2014 fertiggestellt wurde. Die mit der Bankenaufsicht befassten Mitarbeiter arbeiten künftig – räumlich von den Geldpolitikern getrennt – in den früheren EZB-Büros in der Frankfurter Innenstadt.

2014 war auch das Jahr, in dem die EU-Institutionen, allen voran die EZB, trotz eines weiterhin fordernden gesamtwirtschaftlichen Umfelds einen Teil der Ernte jahrelanger intensiver Krisenbekämpfungspolitik einfahren konnten. Im ersten Halbjahr 2014 stabili-

---

1 Dieser Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Verfassers wieder und entspricht nicht notwendig den offiziellen Positionen der EZB oder der Europäischen Kommission.

2 Als erster nicht am Euro teilnehmender EU-Mitgliedstaat kündigte Bulgarien Anfang August 2014 (unter dem Eindruck einer lokalen Bankenkrise) an, die Teilnahme am SSM im Wege der sogenannten engen Zusammenarbeit zu beantragen; vgl. I.H.T., 5.8.2014, S. 14, „Bulgaria faces rising pressure to solve crisis“.

3 Vgl. die Liste der 120 direkt von der EZB beaufsichtigten Kreditinstitute (darunter z.B. die Bayerische Landesbank, die Commerzbank und die Deutsche Bank) unter <https://www.ecb.europa.eu/ssm/list/html/index.en.html>.

4 Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates v. 15.10.2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank, EU-Amtsblatt Nr. L 287 v. 29.10.2013, S. 63 („SSM-Verordnung“).

5 Vgl. z.B. Beukers, *Common Market Law Review* 2013, 1579.

6 Vgl. z.B. Lück, *Credit and Capital Markets* 2013, 1.

sierte sich die Lage an den europäischen Finanz- und Anleihemärkten zusehends. Nachdem Irland bereits im Dezember 2013 sein Rettungsprogramm verlassen hatte und sich seither wieder eigenständig am Kapitalmarkt finanzieren konnte, gelang dies im Mai 2014 auch Portugal, wo der „clean exit“ und damit das Ende der „Troika-Herrschaft“ wie eine nationale Wiedergeburt gefeiert wurde.<sup>7</sup> Im April 2014 konnte sogar das nach wie vor hoch verschuldete Griechenland (Schuldenstand 2014: 177% des BIP) erstmals seit 2010 den Weg zurück an den Kapitalmarkt wagen und mit einer fünfjährigen Anleihe 3 Mrd. Euro zu 4,75% Zinsen einsammeln,<sup>8</sup> im Juli wiederholte Griechenland dies mit einer Dreijahresanleihe, die trotz einer am Ausgabetag volatilen Marktsituation 1,5 Mrd. Euro bei einem Zinssatz von 3,5% einbrachte;<sup>9</sup> dies weckte die Hoffnung, dass die weitere Finanzierung Griechenlands mittelfristig jedenfalls teilweise über den Kapitalmarkt und damit ohne größere neue Hilfsleistungen seitens des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) sichergestellt werden kann. Insgesamt sanken die Anleihezinsen der Eurostaaten – und damit die Kosten ihrer Staatsverschuldung – bis Sommer 2014 auf historische Tiefstände. Auf Zehn-Jahres-Anleihen zahlten Mitte August: Spanien 2,46% Zinsen, 303 Basispunkte (BP) weniger als im Januar 2012; Italien 2,64% (minus 430 BP); Irland 1,96% (minus 635 BP); Portugal: 3,21% (minus 983 BP) und Griechenland 5,83% (minus 3.131 BP).<sup>10</sup> Die Kosten für die Refinanzierung von Banken in der Eurozone sanken im Vergleich zu Ende 2011 um 78%.<sup>11</sup> Bemerkenswert war ferner, dass die in den Krisenjahren von Euroskeptikern immer wieder angeprangerten Salden im EZB-Massenbetragszahlungssystem Target – an denen sich die abnormalen Kapitalflüsse aus der Peripherie in die Kernstaaten der Währungsunion und damit deren zunehmende Fragmentierung ablesen ließen – bis Mitte 2014 so zurückgingen,<sup>12</sup> dass sie in der öffentlichen Debatte überhaupt nicht mehr thematisiert wurden. Die existentielle Vertrauenskrise des Euro ist offenkundig überwunden, was zum Teil auf energische Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen in den Programmstaaten, vor allem aber auf die am 26. Juli 2012 abgegebene Erklärung von EZB-Präsident Mario Draghi zurückzuführen ist, die EZB werde im Rahmen ihres Mandats alles Erforderliche tun („whatever it takes“), um den Euro zu stabilisieren.<sup>13</sup>

---

7 Vgl. F.T., 3./4.5.2014, S. 4: „Portugal ready for clean exit from bailout“; S.Z., 6.5.2014, S. 1: „Portugal verlässt Schutzschirm“; F.A.Z., 6.5.2014, S. 19: „Portugal verspricht Haushaltsdisziplin. Mit dem Ausstieg aus dem Hilfsprogramm will das Land seine Souveränität wiedergewinnen“.

8 Vgl. F.T., 10.4.2014, S. 1: „Greece comes out of bond exile“; F.A.Z., 10.4.2014, S. 15: „Riesiges Interesse an Griechenland-Anleihe“; S.Z., 11.04.2014, S. 18: „Wieder da“; Die Welt, 11.4.2014, S. 1: „Investoren reißen sich um Griechenland-Anleihen“.

9 Vgl. S.Z., 11.7.2014, S. 21: „Athen sammelt Geld ein“; F.T., 11.7.2014, S. 26: „Appetite for Greek debt sale curbed by Portuguese bank woes“.

10 Zahlen nach F.T., 15.8.2014, S. 20: „Europe bond yields hit record lows“; F.T., 19.8.2014, S. 22: „Borrowing costs close to the edge in Europe“; F.A.Z., 19.8.2014, S. 25: „Irland wird dank Fitch begehrt“; F.A.Z., 21.8.2014, S. 23: „Portugiesischer Rekord“; S.Z., 1.8.2014, S. 30: „Europa wird zum Hort der Stabilität“.

11 Vgl. F.T., 19.8.2014, S. 22 (Fn 10).

12 Am 31.8.2014 standen Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank von 464,3 Mrd. Euro (August 2012: 751,5 Mrd. Euro) Target2-Verbindlichkeiten der Banca d'Italia von 160,6 Mrd. Euro (August 2012: 289,3 Mrd. Euro) und der Banco d'España von 213,3 Mrd. Euro (August 2012: 434,4 Mrd. Euro) gegenüber. Zahlen nach <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Spezialthemen/Policy-Issues-Archive/Target.html>.

13 Vgl. Handelsblatt, 24.7.2014, S. 1: „Held für den Moment“; F.A.Z., 26.7.2014, S. 18: „Mit drei magischen Worten in die neue Eurowelt“.

Ob die Stabilisierung der Marktsituation im Euroraum von Dauer sein wird, ist ungewiss. Teilweise scheint es sich beim drastischen Rückgang der Anleihezinsen nun um eine Übertreibung nach unten zu handeln,<sup>14</sup> die zudem die kontraproduktive Wirkung hat, den Reformwillen in einigen Eurostaaten erlahmen zu lassen. Zudem erholt sich die Wirtschaft nicht wie erhofft. Im August 2014 stagnierte das BIP-Wachstum im Euroraum und in Frankreich, während Italien mit einem Rückgang des BIP um 0,2% erneut in eine Rezession zu fallen schien und auch Deutschland ein Negativwachstum von 0,2% verzeichnete. Nur Spanien und Portugal konnten mit 0,6% bescheidene Wachstumsraten erzielen. Angesichts einer Inflationsrate von gerade einmal 0,3% (August 2014) beschwor die angelsächsische Finanzpresse bereits die Gefahr einer „Japanifizierung“<sup>15</sup> des Euroraums und einer verlorenen Dekade, während nüchterne Beobachter die „Rückkehr des Risikos“ feststellten.<sup>16</sup> Geopolitische Spannungen in Folge der Ukraine-Krise trugen dazu bei, dass sich im Herbst die Konjunkturaussichten für den Euroraum weiter eintrübten.

### **Geldpolitik an der Null-Zins-Grenze (Phase 1): Negativer Einlagezins und TLTROs**

Für die Geldpolitik der EZB stellte sich angesichts der stabilisierten Marktsituation bei gleichzeitig fragiler Wachstumslage und einer historisch niedrigen, deutlich unter dem mittelfristigen EZB-Zielwert von „unter, aber nahe bei 2%“ liegenden Inflationsrate die Frage nach den noch bestehenden Handlungsoptionen. Seit dem 7. November 2013 lag der EZB-Leitzins bei nur noch 0,25%. Zudem hatte EZB-Präsident Draghi die Märkte durch die „forward guidance“ des EZB-Rats darauf eingestimmt, dass der EZB-Leitzins mittelfristig auf diesem niedrigen Niveau verharren oder noch weiter abgesenkt werden würde. Die zunehmend schlechter werdenden Konjunkturaussichten und die sinkende Inflationsrate, die ab Mai 2014 unter 0,5% fiel, verstärkte den Handlungsdruck auf die Geldpolitik, die gemäß Art. 127 Abs. 1 Satz 1 AEU-Vertrag verpflichtet ist, als Primärziel die Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten und damit sowohl inflationären als auch deflationären Tendenzen entgegenzuwirken. Zu beachten ist ferner Art. 127 Abs. 1 Satz 2 AEU-Vertrag, wonach die EZB – als Sekundärziel – die Rechtspflicht hat, die allgemeine Wirtschaftspolitik im Euroraum zu unterstützen, sofern dadurch keine Gefahren für die Preisstabilität entstehen.

Vor diesem Hintergrund kündigte EZB-Präsident Draghi am 5. Juni 2014 sechs neue geldpolitische Maßnahmen an:

1. Der EZB-Rat senkte den EZB-Leitzins auf 0,15% und damit auf das bis dahin niedrigste Niveau in der Geschichte der einheitlichen Währung.

2. Zugleich beschloss der EZB-Rat, den Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB – die es Banken ermöglicht, Überschussliquidität über Nacht bei der EZB zu parken – von 0,0% auf minus 0,10% zu senken. Ein solch negativer Einlagezinssatz soll Banken einen Anreiz geben, ihre Überschussliquidität an andere Banken oder an die Realwirtschaft weiter zu geben. Die EZB ist die erste der großen Zentralbanken, die das Experiment eines negativen Einlagezinssatzes wagt.<sup>17</sup> Zuvor hatte dies nur die dänische Zentralbank getan, die damit gemischte Erfahrungen machte.

14 Vgl. S.Z., 10.7.2014, S. 15: „Zu schön, um wahr zu sein“.

15 F.T., 22.8.2014, S. 3: „Spectre of Japan-style lost decade looms over eurozone“.

16 F.A.Z., 11.8.2014, S. 15: „Rückkehr des Risikos“.

17 Vgl. Welt am Sonntag, 8.6.2014, S. 43: „Das große Experiment“.

3. Ferner beschloss der EZB-Rat, ab September 2014 eine Reihe neuartiger längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte unter der Bezeichnung „targeted longer-term refinancing operations“ (TLTRO) mit einem anfänglichen Volumen von 400 Mrd. Euro anzubieten.<sup>18</sup> Banken können mit diesen TLTROs von der EZB Geld unter der Bedingung leihen, dass sie einen Teil davon als Kredite an die Realwirtschaft weiterreichen. Von ihren am 30. April 2014 ausstehenden Krediten an die Realwirtschaft können die Banken im Euroraum zunächst 7% des Gesamtvolumens über die EZB refinanzieren; zwischen März 2015 und Juni 2016 können Banken zudem einmal im Quartal bei der EZB das Dreifache des Nettobetrag der von ihnen an die Realwirtschaft vergebenen Kredite refinanzieren. Alle TLTROs laufen bis September 2018, also für einen Zeitraum von vier Jahren. Der von den Geschäftsbanken zu bezahlende Zins ist der durchschnittliche EZB-Leitzins, auf den 10 Basispunkte aufgeschlagen werden. Kredite zum Zweck des Kaufs einer Immobilie sind vom Anwendungsbereich der TLTROs ausgeschlossen, ebenso Kredite gegenüber dem öffentlichen Sektor; Banken können mit den über TLTROs erhaltenen Mitteln also nicht Staatsanleihen erwerben, sondern müssen diese vor allem an Unternehmen, die darüber Investitionen refinanzieren, weiter verleihen. Banken, die die Bedingungen der EZB nicht einhalten, müssen die EZB-Kredite vorzeitig im September 2016 zurückzahlen. Insgesamt ähneln die TLTROs der EZB in ihrer Zielrichtung dem britischen, seit Juli 2012 bestehenden „Funding for Lending“-Programm; in ihrer Ausgestaltung unterscheiden sie sich aber von diesem dadurch, dass das „Funding for Lending“-Programm ein gemeinsames Programm der Bank of England und des britischen Finanzministeriums ist, bei dem die Kredite an Geschäftsbanken durch britische Staatsanleihen abgesichert sind, während die EZB ihre TLTROs (in Ermangelung eines gemeinsamen Finanzministeriums bzw. gemeinsamer Anleihen der Eurozone) im Alleingang anbietet.<sup>19</sup>

4. Der EZB-Rat beschloss außerdem, die Gültigkeit des erweiterten Sicherheitenrahmens der EZB, der auch mit BBB- bewertete Sicherheiten sowie Kreditforderungen als zentralbankfähig erklärt, bis mindestens September 2018 zu verlängern.

5. Die EZB kündigte zudem an, ihre monatlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie ihre Dreimonatsgeschäfte bis mindestens Dezember 2016 im Wege der Vollzuteilung durchzuführen, also weiterhin stets den Refinanzierungsbedarf der Geschäftsbanken zu 100% zu decken.

6. Schließlich beschloss die EZB, die wöchentliche Sterilisierung der Liquidität, die durch die im Rahmen ihres Wertpapiermärkte-Programms („Securities Market Programme“, SMP) zwischen Mai 2010 und September 2012 am Sekundärmarkt angekauften Staatsanleihen generiert wird, zu suspendieren. Dadurch wird weitere Liquidität im Umfang von rund 150 Mrd. Euro (Stand: August 2014) frei gesetzt. Rechtlich ließ sich dies damit rechtfertigen, dass angesichts der aktuell extrem niedrigen Preissteigerungsrate von den bereits getätigten Anleihekäufen keine Inflationsgefahr ausgeht. Sollten Inflationsgefahren erneut erkennbar werden, könnte die EZB die Sterilisierung jederzeit wieder aufnehmen.

---

18 Vgl. hierzu den Beschluss EZB/2014/34 der EZB v. 29.7.2014 über Maßnahmen im Zusammenhang mit gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, EU-Amtsblatt Nr. L 258 v. 29.8.2014, S. 11.

19 Vgl. Draghi auf seiner Pressekonferenz am 5.6.2014: „[T]he final result is fairly different from the Bank of England’s.“

Die neuen Maßnahmen der EZB wurden im EZB-Rat einstimmig beschlossen; auch Bundesbank-Präsident Jens Weidmann stimmte diesmal für die unkonventionelle Lockerung der Geldpolitik.<sup>20</sup> Er stellte sich sogar persönlich gegen die teilweise in Deutschland geäußerte Kritik, die Niedrigzinsen würden zu einer Enteignung der deutschen Sparer führen, und verteidigte somit den zwar akkommodierenden, aber von ihrem Mandat umfassend gedeckten geldpolitischen Kurs der EZB.<sup>21</sup> Die Märkte reagierten überwiegend positiv auf die Ankündigung der neuen EZB-Maßnahmen, feierten diese als „historisch“<sup>22</sup> und EZB-Präsident Draghi als „Zauberer“.<sup>23</sup> Man kann erwarten, dass vor allem die TLTROs eine nicht zu unterschätzende Wirkung haben und dem Bankensystem wie der Realwirtschaft gerade in den wirtschaftlich schwächeren Eurostaaten neue Liquidität zuführen werden.<sup>24</sup> Ende 2014 endet die Laufzeit der von der EZB zu Beginn der Amtszeit Draghis angebotenen „long-term refinancing operations“ (LTROs, auch „Dicke Bertha“ genannt), mit denen die EZB damals Geschäftsbanken fast 1 Billion Euro zur Verfügung stellte; die EZB-Bilanz schrumpft dementsprechend – auch durch vorzeitige Rückzahlungen – seit 2013 deutlich.<sup>25</sup> Dieser Prozess soll durch die TLTROs jedenfalls teilweise umgekehrt werden. Die Ausgestaltung der TLTROs sorgt zudem dafür, dass die so aufgenommene Liquidität grundsätzlich nicht in Staatsanleihen fließen kann, wie dies bei den LTROs häufig der Fall war. Erfolgreich sein können die TLTROs allerdings nur, wenn und soweit sie von Geschäftsbanken nachgefragt werden. EZB-Präsident Draghi geht davon aus, dass Geschäftsbanken sich insgesamt 850 Mrd. Euro über TLTROs leihen werden.<sup>26</sup> Die Nachfrage nach dem ersten TLTRO-Angebot im September 2014 (Umfang: 82,6 Mrd. Euro) blieb zunächst hinter den Erwartungen der EZB (250 Mrd. Euro) zurück;<sup>27</sup> positiv fiel allerdings auf, dass die wichtigsten Nachfrager Banken aus Italien und Spanien waren, also aus Eurostaaten, in denen es seit der Krise für kleinere und mittlere Unternehmen besonders schwierig ist, an finanzierbare Kredite zu kommen.

### **Geldpolitik an der Null-Zins-Grenze (Phase 2): „Quantitative Easing Light“**

Trotz des eindrucksvollen Katalogs neuer Maßnahmen, die die EZB am 5. Juni 2014 beschlossen hatte, wurden im Sommer 2014 angesichts der sich weiter eintrübenden Konjunkturlage und der immer noch sinkenden Inflationsrate Stimmen nach noch stärkeren Sondermaßnahmen der EZB laut. Kommentatoren forderten, die EZB solle endlich dem Beispiel der Krisenpolitik der U.S-Fed und der Bank of England folgen und zu einer Politik des „Quantitative Easing“ übergehen, also im großen Stile Wertpapiere und insbe-

20 Vgl. *Le Monde*, 7.6.2014, S. 5: „La Bundesbank soutient désormais Mario Draghi“.

21 Vgl. z.B. das *BILD*-Interview Weidmanns v. 7.6.2014, S. 10.

22 Vgl. *Les Echos*, 6./7.6.2014, S. 1: „La BCE sort le grand jeu pour réveiller la zone euro“; ebda, S. 10: „Une BCE historique“.

23 Vgl. *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 8.6.2014, S. 27: „Mario, der Zauberer“; *F.T.*, 7./8.6.2014, S. 9: „Mario the magician pulls another rabbit from his hat“.

24 Vgl. *F.T.*, 7.6.2014, S. 2: „Draghi’s €400 bn in cheap bank loans seen as ‘star of show’“.

25 Vgl. *W.S.J.*, 4.8.2014, S. 2: „ECB Pressured to Boost Balance Sheet Holdings“. Dort wird auf EZB-Berechnungen verwiesen, denen zufolge der geldpolitisch relevante Teil der EZB-Bilanz 8% des Euroraum-BIPs ausmache, bei der Fed 26% des US-BIPs, bei der Bank of England 25% und bei der Bank von Japan 52%.

26 Vgl. *F.T.*, 18.8.2014, S. 14: „Europe’s bank set for €250bn injection“.

27 Vgl. *F.T.*, 19.9.2014, S. 1: „Draghi’s attempt to jump start stuttering eurozone falls flat“; *F.A.Z.*, 19.9.2014, S. 17: „Draghis neue Kreditkanone klemmt“.

sondere Staatsanleihen am Markt aufkaufen, um die Wirtschaft im Euroraum vor der Rezession zu bewahren.<sup>28</sup>

In der Tat hatte Draghi am 5. Juni 2014 bereits angekündigt, dass mit den neuen Sondermaßnahmen für ihn das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht sei („Are we finished? The answer is no, we aren't finished here. If need be, within our mandate, we aren't finished here.“). Am 22. August 2014 präzisierte Draghi diese Position in seiner ersten Rede als EZB-Präsident beim Notenbanker-Treffen im U.S.-amerikanischen Jackson Hole,<sup>29</sup> als er (abweichend vom vorbereiteten Manuskript) ankündigte, die EZB werde im Rahmen ihres Mandats alle verfügbaren Instrumente einsetzen, die erforderlich seien, um Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten.<sup>30</sup> Von den Märkten wurde dies als Signal verstanden, dass die EZB weitere Sondermaßnahmen vorbereitete.

Überrascht wurden die Märkte, als Draghi bereits wenige Tage später seinen Worten erste Taten folgen ließ. Bereits am 4. September 2014 beschloss der EZB-Rat – diesmal mit Mehrheitsbeschluss, gegen die Stimmen von Bundesbankpräsident Weidmann und weiteren Mitgliedern des EZB-Rats<sup>31</sup> – eine wahre Salve neuer, überwiegend unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen:

1. Zunächst senkte der EZB-Rat den Leitzins auf nun 0,05%, wobei Draghi unterstrich, dass damit die untere Grenze der Zinspolitik erreicht sei.<sup>32</sup> Er rechtfertigte die erneute Zinssenkung damit, dass in den EZB-Prognosen die Preissteigerungserwartungen auf Fünf-Jahres-Sicht erstmals seit Beginn der Währungsunion unter die Marke von 2% gesunken waren.

2. Auch den bereits negativen Einlagezinssatz senkte die EZB weiter auf nun minus 0,2%. Es wird damit für Kreditinstitute noch unattraktiver, Geld über Nacht bei der EZB zu parken, anstatt es an die Realwirtschaft auszuleihen.

3. Die EZB beschloss ferner, ab Oktober 2014 in den Markt durch Direktkäufe privater Wertpapiere einzugreifen, um deren breitere Verwendung als Sicherheiten in der Kreditwirtschaft zu fördern. Zum einen legte die EZB dazu ein neues Pfandbriefe-Programm („Covered Bond Purchases Programme 3“, CBPP3) auf, mit dem sie bereits 2009 (CBPP1) und 2011 (CBPP2) Pfandbriefe im Umfang von insgesamt 100 Mrd. Euro angekauft hatte. Zum anderen kündigte die EZB ein Programm zum Ankauf von forderungsbesicherten Wertpapieren („Asset-Backed Securities“, ABS) an. ABS sind vor allem für die Refinanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen wichtig. Der ABS-Markt ist allerdings im Gefolge der Krise – die in den U.S.A. durch besonders intransparente und komplexe, teilweise aus kaum liquidierbaren Hypotheken bestehende ABS ausgelöst worden war – in Europa weitgehend zum Erliegen gekommen. Die EZB hatte im April und Mai gemeinsame Diskussionspapiere mit der Bank of England veröffentlicht, die auf die Notwendig-

---

28 Vgl. F.T., 15.8.2014, S. 6: „Europe now needs full-blown QE“; F.T., 18.8.2014, S. 7: „Draghi is running out of legal ways to fix the euro“; F.T., 21.8.2014, S. 7: „Draghi has to do, as well as say, whatever it takes“.

29 Vgl. Draghi, Rede v. 22.8.2014, „Unemployment in the euro area“.

30 „The Governing Council will acknowledge these developments and within its mandate will use all the available instruments needed to ensure price stability over the medium term.“

31 Draghi sagte auf seiner Pressekonferenz v. 4.9.2014, es habe für die Beschlüsse „a comfortable majority“ gegeben. Anders als bei früheren Beschlüssen, bei denen es eine „overwhelming majority“ gegeben hatte (z.B. beim OMT-Beschluss 2012), gab es diesmal neben Weidmann offenbar weitere EZB-Ratsmitglieder, die gegen die Beschlüsse votierten, da diese ihnen entweder zu weit oder nicht weit genug gingen.

32 Vgl. Draghi auf seiner Pressekonferenz v. 4.9.2014: „Now we are at the lower bound.“

keit hinwies, über den ABS-Markt die Kreditfähigkeit in Europa wiederzubeleben.<sup>33</sup> Das ABS-Programm ist bewusst nur auf den Ankauf einfacher und transparenter ABS gerichtet. Zudem will die EZB nur hochqualitative ABS kaufen (sog. „senior tranche“); ABS von mittlerer Sicherheitsstufe (sog. „mezzanine tranche“) will die EZB nur dann erwerben, wenn es dafür Garantien öffentlicher Stellen gibt.<sup>34</sup>

Mit ihren Beschlüssen vom 4. September 2014 hat die EZB den Weg zum „Quantitative Easing“ und damit einer geldpolitischen Lockerung nach angelsächsischem Muster eingeschlagen. Auch wenn sie – anders als die U.S.-Fed und die Bank of England, die in den vergangenen Jahren vorwiegend Staatsanleihen ankauften – derzeit nur private Wertpapiere direkt kauft, ist das erklärte Ziel sowohl des ABS-Programms als auch des Pfandbriefe-Programms die erneute Ausweitung der EZB-Bilanz auf das Niveau, das dieses bereits im Krisenjahr 2012 erreicht hatte – also von derzeit 2 auf 3 Billionen Euro –, um dadurch mehr Wachstum im Euroraum zu erzeugen. Ohne intensive Marktinterventionen wird dieses Ziel nicht zu erreichen sein. Zu einem Zeitpunkt, zu dem die U.S.-Fed und die Bank of England ihre Politik des „Quantitative Easing“ nach fast sechs Jahren beenden – im Oktober 2014 stellte die U.S.-Fed ihre Politik der monatlichen Bilanzausweitung ein und bereitete schrittweise Zinserhöhungen für 2015 und 2016 vor –, machte sich die EZB mit ihren Zinssenkungen und ihrem „Quantitative Easing Light“ auf den Weg in die entgegengesetzte Richtung, und zwar ganz bewusst. Wie die EZB am 4. September 2014 gegenüber der Presse betonte, gibt es bedeutsame und wachsende Unterschiede in den geldpolitischen Zyklen der wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften. Die erneute Lockerung der Geldpolitik im Euroraum parallel zum Ende des „Quantitative Easing“ in den USA soll sich positiv auf das Wirtschaftswachstum im Euroraum auswirken, nicht zuletzt durch die Folgen dieser geldpolitischen Divergenz für den Euro-Dollar-Wechselkurs.

Weitere Schritte schloss Draghi am 4. September 2014 nicht aus, sondern gab die einstimmige Auffassung im EZB-Rat wieder, dass die EZB zu weiteren unkonventionellen Maßnahmen im Rahmen ihres Mandats bereit sei, falls das Risiko einer zu langen Phase niedriger Inflation bestehe. Angesichts einer im Herbst 2014 prognostizierten Inflationsrate von 0,6% für 2014 und von 1,1% für 2015 sowie neuer Marktturbulenzen seit Mitte Oktober 2014 ist nicht auszuschließen, dass sich dieses Risiko realisiert. Da die konventionelle Geldpolitik ihre Untergrenze erreicht hat, bleibt der EZB als Instrument zum Gegensteuern nur noch echtes, umfassendes „Quantitative Easing“, also der breit angelegte Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt. EZB-Präsident Draghi machte allerdings sowohl bei seinen Pressekonferenzen im August und September 2014 als auch in seiner Jackson-Hole-Rede überdeutlich, dass die EZB weitere Maßnahmen nur ergreifen werde, wenn auch die Regierungen der Mitgliedstaaten und die übrigen EU-Institutionen ihrer Verantwortung im Rahmen der Fiskal- und Strukturpolitik gerecht würden. In für einen Zentralbanker ungewöhnlich scharfen Worten kritisierte er das Ausbleiben durchgreifender Strukturreformen in Frankreich und Italien.<sup>35</sup> Arbeitsmarktreformen und Reformen in Justiz und Verwaltung seien unerlässlich, um das Wachstum wieder in Gang zu bringen und die hohe Arbeitslosigkeit im Euroraum zu reduzieren. Das vom neu gewählten Präsi-

33 Vgl. ECB, Bank of England, „The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them“ (April 2014); sowie Joint ECB, Bank of England Discussion Paper, „The case for a better functioning securitisation market in the European Union“, Mai 2014.

34 Vgl. S.Z., 19.9.2014, S. 24: „EZB will nicht jeden Müll kaufen“.

denten der Kommission, Jean-Claude Juncker, am 15. Juli 2014 vorgeschlagene EU-Investitionsprogramm im Umfang von 300 Mrd. Euro begrüßte Draghi in diesem Zusammenhang. Beobachter meinen bereits, eine große Verständigung zwischen den maßgeblichen Entscheidungsträgern am Werke zu sehen: Draghi betreibt „Quantitative Easing“, Frankreich und Italien beschließen endlich die erforderlichen Strukturereformen, Deutschland investiert mehr in seine Infrastruktur, und Juncker federt die Wirkungen von Strukturereformen durch sein 300 Mrd.-Programm ab.<sup>36</sup> 2015 wird sich zeigen, ob diese Rechnung in der Realpolitik aufgehen wird.

### **Der starke Euro wird schwächer**

Der Wechselkurs des Euro zog in der ersten Jahreshälfte 2014 zunächst an. Im März erreichte der Euro mit 1,39 U.S.-Dollar ein Zwei-Jahres-Hoch und hielt sich bis Juni im Wesentlichen auf diesem Niveau. Obwohl der Euro damit noch weit von seinem historischen Höchststand von 1,60 U.S.-Dollar entfernt war, erschien die Euro-Stärke angesichts schwacher Wachstumsdaten im Euroraum ungewöhnlich. Offenbar führte das Ende der existentiellen Vertrauenskrise des Euro zu einem derartigen Rückfluss von Kapital nach Europa, dass der Euro aufwertete, obwohl dies die im Vergleich zu den USA schlechtere wirtschaftliche Lage des Euroraums insgesamt nicht rechtfertigte. Der starke Euro erschwerte wiederum die Bemühungen der EU-Institutionen und der Regierungen der Eurostaaten, für mehr Wachstum zu sorgen. Insbesondere in Frankreich, wo das Klagen über den „Euro fort“ zum wirtschaftspolitischen Standardrepertoire gehört, sah man sich durch die Wechselkursentwicklung darin bestätigt, dass vor allem die EZB zu wenig tue, um den Euroraum wieder auf Wachstumskurs zu bringen.<sup>37</sup>

Am 6. März 2014 äußerte sich EZB-Präsident Draghi erstmals in einer EZB-Pressekonferenz ausführlich zum Wechselkurs des Euro. Zwar sei der Wechselkurs als solcher kein Politikziel für die EZB. Der Wechselkurs des Euro sei aber für Wachstum und Preisstabilität sehr wichtig. Als Faustregel könne man sagen, dass eine dauerhafte Aufwertung des effektiven Wechselkurses um 10% die Preissteigerungsrate um 40 bis 50 Basispunkte senke. Die Euro-Aufwertung um rund 10% seit 2012 habe daher die Inflationsrate im Euroraum um 0,4 Prozentpunkte gesenkt. Kurz darauf sagte Draghi in einer Rede in Wien, der Wechselkurs spiele eine wachsende Rolle für die Einschätzung der Stabilität des Preisniveaus im Euroraum.<sup>38</sup> Im April 2014 kündigte Draghi erstmals an, dass der EZB-Rat die Wechselkursentwicklungen wegen ihrer (potentiell deflationären) Auswirkungen auf das Preisniveau genau beobachten werde.<sup>39</sup> Parallel dazu sprach sich

---

35 Vgl. Draghi, Pressekonferenz v. 8.2014: „[T]he lack of structural reforms produces a very powerful factor that discourages investment. There are stories of investors who would like to create, to build plants and equipment and create jobs, but it takes them months to get an authorisation to do so. There are stories of young people who tried to open their business, and it takes 8 to 9 months before they can do so. That has nothing to do with monetary policy.“

36 In diesem Sinne F.T., 3.9.2014, S. 8: „Dragi’s new deal“.

37 Vgl. F.T., 30.4.2014, S. 4: „France to seek euro devaluation“.

38 Vgl. F.A.Z., 15.3.2014, S. 19: „Draghis Unbehagen“; ebda, S. 29: „Draghi brems Aufwertung des Euro“; F.T., 14.3.2014, S. 24: „Relentless rise of euro lights a fuse for the ECB“.

39 Vgl. Draghi, EZB-Pressekonferenz v. 3.4.2014: „In this context, the possible repercussions of both geopolitical risks and exchange rate developments will be monitored closely.“; F.A.Z., 14.4.2014, S. 1: „Draghi warnt vor zu stark steigendem Euro“; Die Welt, 15.4.2014, S. 15: „Draghi verliert Geduld angesichts des Euro-Anstiegs. EZB sorgt sich um Folgen des Wechselkurses“.

der künftige Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker während seines Europawahlkampfes dafür aus, bei einem weiter steigenden Wechselkurs von der Möglichkeit „wechsellkurspolitischer Orientierungen“ Gebrauch zu machen, wie sie der Rat der EU-Finanzminister auf Vorschlag der Kommission gemäß Art. 219 Abs. 2 AEU-Vertrag verabschieden kann.<sup>40</sup>

Solche Verbalinterventionen hatten allerdings zunächst nur begrenzte Auswirkungen auf den Euro-Wechselkurs. Erst die Ankündigung einer erneuten Lockerung der Geldpolitik der EZB am 5. Juni 2014 leitete eine schrittweise Schwächung des Euro-Wechselkurses ein. Im August 2014 sank der Wechselkurs des Euro unter 1,33 U.S.-Dollar und damit auf den niedrigsten Stand seit elf Monaten.<sup>41</sup> Die erneute Lockerung der Geldpolitik am 4. September 2014 ließ den Euro sogar erstmals wieder unter 1,30 U.S.-Dollar fallen; Anfang Oktober lag der Euro bei 1,26 U.S.-Dollar. Auch gegenüber anderen wichtigen Währungen schwächte sich der Euro wieder ab, so gegenüber dem Japanischen Yen um 4,8% seit Jahresbeginn 2014.<sup>42</sup> Eine weitere Abschwächung des Euro-Wechselkurses vor allem gegenüber dem U.S.-Dollar ist zu erwarten, da die U.S.-Fed im Gegensatz zur EZB seit Herbst 2014 zu einer restriktiveren Geldpolitik übergeht.

International schwächte sich die Rolle des Euro krisenbedingt weiter ab. So reduzierte sich der Anteil des Euro an den globalen Devisenreserven 2013 (gemessen anhand konstanter Wechselkurse) um 0,9 Prozentpunkte auf 24,4%, während der U.S.-Dollar stabil bei 61,2% liegt und der Japanische Yen seinen Anteil auf 3,9% steigern konnte.

### **Litauen wird 19. Eurostaat; Beginn des Rotationssystems im EZB-Rat**

Am 4. Juni 2014 legten die Europäische Kommission und die EZB ihre Konvergenzberichte 2014 vor, in denen sie den Stand der rechtlichen und wirtschaftlichen Konvergenz der Mitgliedstaaten prüften, die derzeit in der Währungsunion noch einer Ausnahmeregelung unterliegen: Bulgarien, Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Rumänien, Schweden, erstmals das EU-Neumitglied Kroatien sowie Litauen, das sein Interesse an einer Euro-Teilnahme zum 1. Januar 2015 bekundet hatte. Litauen hatte bereits 2006 die Euro-Teilnahme beantragt, war damals aber noch am Preisstabilitäts-Kriterium gescheitert.<sup>43</sup> Diesmal qualifizierte sich Litauen ohne größere Schwierigkeiten. Mit einer Inflationsrate von nur 0,6% unterschritt Litauen klar den Referenzwert von 1,7%. Die Staatsverschuldung lag mit 39,4% des BIP deutlich unter der vertraglichen Vorgabe von 60%. Auch die Defizitgrenze von 3% hielt Litauen mit einem Haushaltsdefizit von 2,1% ein. Die langfristigen Zinsen lagen in Litauen bei 3,6% und damit erheblich unter dem Referenzwert von 6,2%. Schließlich war der litauische Litas seit 2004 Teil des Wechselkursmechanismus II, innerhalb dessen er seither stabil nahe an seinem Leitkurs notierte. Auf dieser Grundlage konnte der Rat der EU-Finanzminister am 23. Juli 2014 beschließen, dass Litauen zum 1. Januar 2015 den Euro einführt. Die EZB würdigte, dass Litauen mit der Euro-Teilnahme eine große wirtschaftspolitische Leistung vollbracht hat; Litauen gelang es insbesondere, die in der Finanzkrise entstandenen gesamtwirtschaftlichen Ungleich-

40 Vgl. Reuters-Meldung v. 14.5.2014, „EU candidate Juncker says could propose euro forex guidelines“.

41 F.A.Z., 21.8.2014, S. 23: „Der Euro ist so billig wie seit Monaten nicht“.

42 S.Z., 2./3.8.2014, S. 25: „Jetzt geht’s runter. Die Angst vor dem starken Euro ist schon überholt. Die Exportindustrie freut es“.

43 Vgl. Selmayr, in: Weidenfeld/Wessels (Hrsg.), Jahrbuch der Europäischen Integration 2006, S. 125f.

gewichte ohne die Unterstützung eines IWF-Programms – wie es im Nachbarstaat Lettland erforderlich gewesen war – weitgehend zu beseitigen. Die EZB ermahnte Litauen in ihrem Konvergenzbericht aber, den inländischen Preisdruck zu kontrollieren, eine erneute Überhitzung der Wirtschaft wie in der Boom-Phase 2005-2007 zu vermeiden und die in den letzten Jahren erzielte Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit durch weitere Struktur-reformen abzusichern. Litauen ist das erste EU-Mitglied, das gleichzeitig in das Euro-Währungsgebiet und in den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus SSM aufgenommen wird.

Mit dem Beitritt Litauens kommt es im EZB-Rat zu einer bedeutsamen institutionellen Neuerung. Denn der Beitritt aktiviert das bereits 2003 von den EU-Mitgliedstaaten durch einstimmigen Beschluss eingeführte System der Rotation der Stimmrechte zwischen den Mitgliedern des EZB-Rats.<sup>44</sup> Ab dem 1. Januar 2015 zählt der EZB-Rat zwar insgesamt 25 Mitglieder; nach der Neuregelung sind aber nur 21 davon bei Sitzungen des EZB-Rats stimmberechtigt. Stets stimmberechtigt sind die sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums; die übrigen 15 Stimmrechte rotieren monatlich zwischen den 19 Präsidenten der nationalen Zentralbanken, die dazu in zwei Stimmrechtsgruppen – in der Reihenfolge der Größe ihrer Volkswirtschaft und der Stärke ihres Finanzsektors – eingeteilt werden. Die erste Gruppe, zu der die Zentralbankpräsidenten Deutschlands, Frankreichs, Italiens, Spaniens und der Niederlande gehören, teilt sich vier Stimmrechte, so dass der jeweilige Zentralbankpräsident alle fünf Monate einen Monat lang kein Stimmrecht hat; die Zentralbankpräsidenten der übrigen 14 Mitgliedstaaten (Belgien, Zypern, Irland, Griechenland, Estland, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Finnland) teilen sich elf Stimmrechte, wobei sie pro Jahr jeweils drei Monate in Folge mit dem Stimmrecht aussetzen. Der Ausgangspunkt der Rotation wurde im September 2014 per Los entschieden. In der ersten Gruppe ist danach der Präsident der spanischen Zentralbank als Erster nicht stimmberechtigt, in der zweiten Gruppe ist dies im Januar 2015 für den estnischen, den irischen und den griechischen Zentralbankpräsidenten der Fall. Bundesbank-Präsident Weidmann wird im Mai und im Oktober 2015 sowie im März und August 2016 nicht stimmberechtigt sein, der französische Notenbankchef Christian Noyer im Februar, Juli und Dezember 2015 sowie im Mai und Oktober 2016. Der Präsident der Österreichischen Nationalbank, der der zweiten Gruppe angehört, wird 2015 im Juli, August und September sowie 2016 im September, Oktober und November nicht stimmberechtigt sein.

Das neue Stimmsystem hätte eigentlich bereits zum 1. Januar 2009 in Kraft treten sollen, war damals aber auf Grundlage einer eigens in der EZB-Satzung vorgesehenen Verschiebungsklausel auf den Moment vertagt worden, an dem der 19. EU-Mitgliedstaat den Euro einführen wird.<sup>45</sup> Eine erneute Verschiebung war rechtlich nicht möglich. Unzutreffend ist es, in der Neuregelung – die die Beschlussfähigkeit des seit Beginn der Währungsunion von 17 auf 25 Mitglieder angewachsenen EZB-Rats bewahren soll – einen Machtverlust Deutschlands zu sehen.<sup>46</sup> Zunächst sind von der Neuregelung alle Zentralbankpräsidenten betroffen, wobei der Bundesbank-Präsident sehr viel seltener bei der

---

44 Vgl. EZB, Monatsbericht, Juli 2009, S. 101: „Rotation der Stimmrechte im EZB-Rat“; sowie die EZB-Pressemitteilung v. 18.9.2014, „EZB veröffentlicht erste Liste der aufgrund des Rotationsprinzips nicht stimmberechtigten Zentralbankpräsidenten“.

45 Beschluss EZB/2008/29 der EZB v. 18.12.2008 über die Verschiebung des Beginns des Rotationssystems im EZB-Rat, EU-Amtsblatt Nr. L 3 v. 7.1.2009, S. 4.

Stimmberechtigung aussetzen muss als die Zentralbankpräsidenten aus den meisten anderen Eurostaaten. Im Übrigen sind die Präsidenten der nationalen Zentralbanken im EZB-Rat nicht Vertreter ihrer Mitgliedstaaten, sondern unabhängige europäische Geldpolitiker, die in persönlicher Eigenschaft und nicht etwa für ihren Heimatstaat ihre Stimme abgeben.<sup>47</sup> Rechtlich ändert das Rotationssystem damit an der Machtposition Deutschlands nichts. Zu beachten ist außerdem, dass bis voraussichtlich Ende 2021 mit Sabine Lautenschläger eine Geldpolitikerin deutscher Staatsangehörigkeit dem EZB-Direktorium und damit dem EZB-Rat angehört; als Mitglied des EZB-Direktoriums ist sie dort auch nach der Neuregelung das ganze Jahr hindurch stimmberechtigt. Lautenschläger folgte im Januar 2014 auf Jörg Asmussen, der nach nur knapp zweijähriger Amtszeit die Position als Direktoriumsmitglied freiwillig vorzeitig aufgab, um Staatssekretär im Bundesministerium für Arbeit und Soziales zu werden. EZB-Direktoriumsmitglieder werden im Interesse ihrer Unabhängigkeit vom Europäischen Rat jeweils auf acht Jahre ernannt.

### Die EZB-Sondermaßnahmen vor Gericht

Die im Zusammenhang mit der Bewältigung der Finanzkrise getroffenen Sondermaßnahmen der EZB wurden 2014 mehrfach zum Gegenstand gerichtlicher Auseinandersetzungen. In diesen Verfahren, die die EZB unter Leitung ihrer neuen Chefjuristin Chiara Zilioli bestritt, ging es um rechtliche Grundfragen der in der Krise entstandenen Architektur der Währungsunion. An erster Stelle sind hierbei die Verfahren gegen den Outright Monetary Transactions (OMT)-Beschluss zu nennen, den die EZB im Gefolge der „whatever it takes“-Rede von EZB-Präsident Draghi im September 2012 getroffen hatte. Eine erste Klage vor dem für Individualklagen zuständigen Gericht in Luxemburg – eingebracht (gemeinsam mit 5.216 Mitklägern) von Sven von Storch, einem federführenden Mitglied der euroskeptischen „Alternative für Deutschland“ – wurde als unzulässig abgewiesen.<sup>48</sup> Jedenfalls prozessual mehr Erfolg hatten die parallel dazu vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht (BVerfG) eingebrachten Verfassungsbeschwerden und Organstreitverfahren gegen den OMT-Beschluss. Denn das BVerfG entschied am 14. Januar 2014 mit 6 zu 2 Stimmen, das Verfahren auszusetzen und die Frage der Europarechtskonformität des OMT-Beschlusses dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) zur Vorabentscheidung vorzulegen.<sup>49</sup> Zwar nahm das BVerfG den Vorlagebeschluss zum Anlass, seine eigene grundsätzliche Kritik am OMT-Beschluss ausführlich zum Ausdruck zu bringen. Insbesondere bezweifelte das BVerfG, dass die von der EZB angekündigten Interventionen im Sekundärmarkt für Staatsanleihen mit der von der EZB angeführten erheblichen Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanis-

46 In diesem Sinne aber einige in F.A.Z., 30.1.2014, S. 11, „Sorge um deutschen Einfluss auf die Geldpolitik“ zitierte Stimmen; BILD, 19.9.2014, S. 2: „Bundesbank verliert in Eurozone an Einfluss“.

47 Nachdrücklich hierzu der frühere EZB-Chefvolkswirt Issing, F.A.Z., 19.9.2014, S. 20: „Die Rotation ist nicht das Problem“.

48 Vgl. EuG, Rs. T-492/12, von Storch u.a./EZB, Beschluss v. 10.12.2013, insb. Rn. 38: „Aus den vorstehenden Erwägungen ergibt sich, dass die angefochtenen Handlungen, selbst wenn sie verbindliche Rechtswirkungen entfalten würden, keinesfalls als Handlungen angesehen werden können, die sich auf die Rechtsstellung der Kläger unmittelbar auswirken. Denn die angefochtenen Handlungen bedürfen in jedem Fall Durchführungsmaßnahmen, damit sie sich möglicherweise auf die Stellung der Kläger auswirken können, was diese im Übrigen nicht bestreiten.“

49 BVerfG, 2 BvR 2728/13 v. 14.1.2014, [http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114\\_2bvr272813.html](http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html), beim EuGH anhängig als Rs. C-62/14.

mus – also geldpolitisch – zu rechtfertigen waren. Mit der Vorlage an den EuGH anerkannte das BVerfG allerdings, dass die Rechtmäßigkeit eines Beschlusses der EZB primär eine Frage der Auslegung und Anwendung von Europäischem Unionsrecht ist. Die Entscheidung darüber, ob und unter welchen Voraussetzungen die EZB Staatsanleihen am Sekundärmarkt ankaufen darf, treffen somit nun die Richter in Luxemburg; eine Entscheidung wird für 2015 erwartet. An den Märkten wurde der Vorlagebeschluss des BVerfG überwiegend positiv aufgenommen und als Stärkung der Rechtsposition der EZB interpretiert.

Im Juni 2014 wies das Gericht in Luxemburg die Klage einer Gruppe italienischer Kleinanleger, angeführt von Alessandro Accorinti, als unzulässig zurück.<sup>50</sup> Die Kläger hatten in griechische Staatsanleihen investiert und infolge der Umstrukturierung der griechischen Staatsschulden im Frühjahr 2012 („freiwilliger Anleiheumtausch“) einen erheblichen Teil ihres Vermögens verloren. Ihre Klage richtete sich dagegen, dass die EZB mit den von ihr im Rahmen ihrer geldpolitischen Maßnahmen erworbenen griechischen Staatsanleihen nicht an dem Anleiheumtausch teilgenommen hatte. Die Zurückweisung der Accorinti-Klage ist für die Zukunft der griechischen Staatsfinanzen von erheblicher Bedeutung. Anders als im Fall der Umstrukturierung der argentinischen Staatsschulden, die bis heute vor U.S.-Gerichten von einzelnen Gläubigern zum Teil mit Erfolg angegriffen und auf absehbare Zeit die Rückkehr Argentiniens an den Kapitalmarkt verhindern wird, steht die Umstrukturierung der griechischen Staatsschulden auf dem vergleichsweise sicheren Boden des Europäischen Unionsrechts.

Anfang Juli 2014 kam es vor dem EuGH zur mündlichen Verhandlung über die Klagen, welche die britische Regierung gegen die sog. „location policy“ der EZB angestrengt hatte.<sup>51</sup> Die EZB verlangt seit 2012 von bestimmten Geschäftspartnern ihrer Zentralbankgeschäfte (z.B. Clearing-Häuser, Derivate-Händler), dass diese eine Niederlassung im Euroraum haben. Während die klagende britische Regierung auf den Grundsatz der Nichtdiskriminierung im EU-Binnenmarkt pocht, rechtfertigt die EZB ihre Politik mit aufsichtlichen Erfordernissen, die sie nur im Euroraum rechtlich wirksam durchsetzen könne, da ihre Regelungsbefugnis durch die Verträge geographisch auf die Eurostaaten beschränkt ist. Der Ausgang dieses Rechtsstreits könnte wegweisend für das künftige Verhältnis zwischen Binnenmarkt und Euroraum sein.

Noch vor dem Gericht in Luxemburg anhängig sind mehrere Individualklagen, welche die Maßnahmen der Kommission und der EZB im Zusammenhang mit der Zypern-Rettung 2013 betreffen.<sup>52</sup> Die Kläger sind Gläubiger der damals auf Veranlassung der Eurostaaten und der EU-Institutionen abgewickelten zyprischen Banken; sie verloren bei der Zypern-Rettung einen Teil ihres Vermögens. Die Richter in Luxemburg werden in diesen Verfahren darüber zu entscheiden haben, wer für die damals von den Eurostaaten in der Eurogruppe gemeinsam mit der Kommission und der EZB sowie unter Einbeziehung des

---

50 EuG, Rs. T-224/12, Beschluss v. 25.6.2014, Alessandro Accorinti u.a./EZB; Klage v. 23.5.2012, EU-Amtsblatt Nr. C 243 v. 11.8.2012, S. 19. Eine weitere Klage dieser Gruppe ist noch anhängig; vgl. Rs. T-79/13, Accorinti u.a./EZB, Klage v. 11.2.2013, EU-Amtsblatt Nr. C 101 v. 6.4.2013, S. 26.

51 Rs. T-45/12, Klage v. 27.1.2012, EU-Amtsblatt Nr. C 98 v. 31.3.2012, S. 24; T-93/13, Klage v. 15.2.2013, EU-Amtsblatt Nr. C 114 v. 20.4.2013, S. 38; sowie Bloomberg-Meldung, 9.7.2014: „UK’s ECB Challenge“.

52 Vgl. Rs. T-327/13, Mallis und Malli/Kommission und EZB; Rs. T-328/13, Tameio Pronias Prosopikou Trapezis Kiprou/Kommission und EZB; Rs. T-329/13, Chatzithoma und Chatzithoma/Kommission und EZB; Rs. T-330/13, Chatziioannou/Kommission und EZB; Rs. T-331/13, Nikolaou/Kommission und EZB; sowie Rs. T-332/13, Christodoulou und Stavrinou/Kommission und EZB.

IWF getroffenen Entscheidungen rechtlich verantwortlich ist; und ob diese Entscheidungen von den in ihren eigentumsrechtlich geschützten Positionen betroffenen Einzelpersonen rechtlich mit Erfolg angegriffen werden können.

### **Mehr Transparenz bei EZB-Ratssitzungen**

Nach einer von den EZB-Direktoriumsmitgliedern Benoît Cœuré und Jörg Asmussen bereits im Sommer 2013 angestoßenen Debatte beschloss die EZB im Juli 2014 einen Schritt zu mehr Transparenz ihrer Entscheidungen. Voraussichtlich ab der Sitzung des EZB-Rats im Januar 2015 wird die EZB regelmäßig „Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats“ veröffentlichen. Sie will diese Publikation ferner so terminieren, dass die Zusammenfassung der vorhergehenden Sitzung verfügbar ist, bevor die nächste Sitzung stattfindet.<sup>53</sup> Auch in dieser Hinsicht folgt die EZB jedenfalls zum Teil dem Vorbild der U.S.-Fed und der Bank of England, die bereits seit vielen Jahren ihre Protokolle wenige Wochen nach der Sitzung des obersten geldpolitischen Gremiums veröffentlichen und dadurch den Märkten einen Einblick in dessen Stimmungslage und die jeweiligen Mehrheitsverhältnisse geben. Bei ihrem grundsätzlich lobenswerten Bemühen um mehr Transparenz kann sich die EZB allerdings nicht über Art. 10.4 Satz 1 ESZB/EZB-Satzung hinwegsetzen, der eine Veröffentlichung der Aussprachen im EZB-Rat – also individueller Wortmeldungen oder des Abstimmungsverhaltens einzelner Mitglieder des EZB-Rats – rechtlich verbietet. Hinter dieser Vorschrift steht das Ziel, die persönliche Unabhängigkeit der EZB-Ratsmitglieder gegenüber ihren Mitgliedstaaten und dem Druck der öffentlichen Meinung in ihrem jeweiligen Heimatstaat zu bewahren.<sup>54</sup>

### **Beginn der Bankenunion**

Wenn die EZB am 4. November 2014 die Aufsicht über die Kreditinstitute im Euroraum übernimmt, markiert dies institutionell den Beginn der Europäischen Bankenunion. Diese soll die Verbindung zwischen europaweit tätigen Banken und nationalen Aufsichtsstrukturen trennen und so neue Finanz- und Staatsschuldenkrisen verhindern. Bevor die EZB die Verantwortung für die Bankenaufsicht übernimmt, unterzieht sie 120 als systemrelevant angesehene Kreditinstitute einer umfassenden Prüfung, die sich in eine „Asset Quality Review“ (AQR) und einen Stresstest unterteilt. Nur Banken, die die Prüfung der EZB bestehen, werden in den neuen Aufsichtsmechanismus übernommen. Geleitet wird

---

53 Vgl. EZB-Pressemitteilung v. 3.7.2014: „EZB wird 2015 Rhythmus der Sitzungen ändern und regelmäßige Zusammenfassungen der geldpolitischen Erörterungen veröffentlichen“.

54 Zu Recht vorsichtig daher EZB-Präsident Draghi in der EZB-Pressekonferenz v. 1.8.2013: „I think that it is necessary to give an account of why certain decisions have been taken or why they have not been taken, as well as to give a sense of the discussion that has taken place within the Governing Council. On the other hand, we are not a one-country set-up: we are not the United States, the United Kingdom or Japan. We are members of a 17-country euro area, so it is especially important that any modifications we introduce do not put at risk or call into question the independence of the members of the Governing Council. I should remind everybody that members of the Governing Council sit around that table in their personal capacity, not as representatives of their own countries. They are acting in the interests of the euro area and of the euro. Thus, any change in communication policy should respect this essential ingredient of our monetary policy, which, in a sense, forms the basis of the credibility that this institution has acquired throughout the years.“ Vgl. auch die Amsterdamer Rede Draghis v. 24.4.2014, „Monetary policy communication in turbulent times“, wo er sich dafür ausspricht, „an account of the main arguments considered in a non-attributed form“ zu veröffentlichen.

die aufsichtliche Arbeit der EZB von Danielle Nouy, die zuvor Generalsekretärin der französischen Banken- und Versicherungsaufsicht war. Sie steht dem neuen EZB-internen Aufsichtsgremium (Supervisory Board) vor, das alle aufsichtlichen Entscheidungen für den in letzter Instanz entscheidenden EZB-Rat umfassend vorbereitet.

Muss künftig eine Bank abgewickelt werden, soll dafür ab 2016 ein Europäischer Bankenabwicklungsmechanismus („Single Resolution Mechanism“, SRM) mit einem Europäischen Abwicklungsfonds („Single Resolution Fund“, SRF) – ausgestattet mit bis zu 55 Mrd. Euro – zur Verfügung stehen. Die Ratifizierung der dazu erforderlichen (zum Teil in einem intergouvernementalen Abkommen geregelten) Beschlüsse durch die nationalen Parlamente steht allerdings noch aus. In den Anfangsjahren wird das Fehlen eines einsatzbereiten Bankenabwicklungsmechanismus die Arbeit der EZB als Bankenaufsichtlerin ohne Zweifel belasten. Denn im Fall des Lizenzentzugs steht bei systemrelevanten Banken kein europäischer Auffangmechanismus unmittelbar bereit, so dass aus Bankenschulden rasch wieder Staatsschulden werden könnten. Dies erklärt, warum die EZB bei „Asset Quality Review“ und Stresstest besonders strikte Maßstäbe anlegt. Sie erhofft sich zugleich, dass ihre umfassenden Prüfungen das Vertrauen in die europäischen Banken wiederherstellen helfen; und so einen weiteren Beitrag dazu leisten, die Kreditfähigkeit im Euroraum wiederzubeleben.

### Weiterführende Literatur

Carlo Altavilla/Domenico Giannone/Michele Lenza: The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements, ECB Working Paper Series No 1707, August 2014, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1707.pdf>.

Thomas Beukers: The New ECB and its Relationship with the Eurozone Member States: between Central Bank Independence and Central Bank Intervention, *Common Market Law Review* 2013, S. 1579-1602.

Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2013, Frankfurt am Main 2014.

Martin Lück: ECB 2.0. Bye-bye Bundesbank, in: *Credit and Capital Markets – Kredit und Kapital*, Vol. 46, No. 1, Januar 2013, S. 1-11.

Martin Selmayr: Das Recht der Währungsunion, in: Peter-Christian Müller-Graff (Hrsg.), *Enzyklopädie des Europarechts*, Band 4: Europäisches Wirtschaftsordnungsrecht, § 23, Baden-Baden 2014.

Peter Sester: Plädoyer für die Rechtmäßigkeit der EZB-Rettungspolitik, *Recht der Internationalen Wirtschaft (RIW)* 2013, S. 451-456.

Adalbert Winkler: EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort, *Wirtschaftsdienst* 2013, S. 678-685.