



KOMMENTAR ZU WIRTSCHAFT UND POLITIK 18/8/2017

Der EuGH, die EZB und Italien

von NORBERT F. TOFALL

- Für das Bundesverfassungsgericht sprechen gewichtige Gründe dafür, daß das noch laufende Anleihekaufprogramm der EZB monetäre Staatsfinanzierung darstellt, die nach den europäischen Verträgen verboten ist.
- Ohne die Möglichkeit zur monetären Staatsfinanzierung können die Europäische Währungsunion und der Euro in ihrer jetzigen Form jedoch nicht überleben.
- Falls der Europäische Gerichtshof (EuGH) der Auffassung des Bundesverfassungsgerichts folgen sollte, könnte die Euro-Mitgliedschaft Italiens auf den Prüfstand kommen.

I.

Am 26. Juli 2012 sprach der EZB-Präsident Mario Draghi in einer Rede auf einer Londoner Investorenkonferenz den Satz, der in der internationalen Finanzwirtschaft schnell als die drei magischen Worte bezeichnet wurde: „*Whatever it takes!*“ Den internationalen Finanzmärkten sollte mit diesen drei Worten und der gesamten Rede Draghis unmißverständlich verdeutlicht werden, daß die EZB alles tun wird, um den Euro und die Europäische Währungsunion in seiner bestehenden Form zu erhalten. Mario Draghi verbreitete so die Gewißheit, daß die EZB als „Lender of Last Resort“ für die Staaten des Euroraumes handeln wird, also für die Schulden der überschuldeten Staaten aufkommen werde. Die vorherige Ungewißheit an den Finanzmärkten, daß einzelne Länder aufgrund ihrer Überschuldung aus dem Euro ausscheiden könnten, wich der Gewißheit, daß die EZB dies mit allen Mitteln verhindern wird.

Obwohl die Zinsen auf griechische Staatsanleihen an diesem 26. Juli 2012 bei 27,6 Prozent standen, war Griechenland im Juli 2012 nicht das größte Problemland im Euroraum. Die Zinsen auf italienische Staatsanleihen betragen an diesem Tag zwar nur 6,4 Prozent, was im Vergleich zu den 1,3 Prozent Zinsen auf deutsche Bundesanleihen an diesem Tag aber einen enormen Spread bedeutet. Die weitere Vergrößerung der Spreads wurde erwartet. Man rechnete an den Finanzmärkten mit massiven Problemen des italienischen Staates, die aufgehäuften Schulden innerhalb des Euros weiter tragen und bedienen zu können. Da der mit 750 Mrd. Euro ausgestattete Rettungsfonds ESM mit der Rettung Italiens überfordert wäre, stand Italien im Juli 2012 unter gewaltigem Druck. Ohne die Ankündigung des italienischen EZB-Präsidenten, alles zu tun, um den Euroraum zu erhalten – und das wurde an den Finanzmärkten zurecht als Garantieverprechen für die Schulden der überschuldeten Krisenstaaten verstanden – wäre Italien heute vermutlich nicht mehr Mitglied in der Europäischen Währungsunion.



Nach diesem Garantieverprechen und der Verbreitung der Gewißheit, daß die EZB alles Notwendige tun wird, fielen die Zinsen der Staatsanleihen der Krisenländer. Und die Verbreitung dieser Gewißheit wurde unter anderem im September 2012 mit der Ankündigung des sogenannten OMT-Staatsanleihenankaufprogramms und im Januar 2015 mit der Ankündigung des seit März 2015 laufenden Public Sector Purchase Programme (PSPP) untermauert und ausgedehnt.

II.

Mario Draghis magische Worte „*Whatever it takes*“ standen von Anfang an im alles andere als magischen Widerspruch zum Art. 123 Abs. 1 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), in welchem das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verankert ist. Denn wenn Mario Draghi und die EZB keine Schuldtitel von den Euroländern erwerben dürfen, dann gibt es de facto keine Garantie der EZB für die Schulden der Euroländer. Eine Garantie für die Schulden der Euroländer ist letztlich nichts anderes als monetäre Staatsfinanzierung, die jedoch verboten ist. Draghis „*Whatever it takes*“ wäre heiße Luft und würde innerhalb kürzester Zeit seine magische Wirkung auf die Finanzmärkte verlieren, würde man sich an dieses Verbot halten oder würde dieses Verbot gerichtlich durchgesetzt.

Angesichts dieser Dimension liegt es auf der Hand, daß ein juristischer Kampf um die Frage geführt wird, ob die Anleihekaufprogramme der EZB monetäre Staatsfinanzierung darstellen oder nicht. Obwohl das ökonomisch evident ist und die Befürworter der Anleihekaufprogramme ja genau diese Gewißheit verbreiten, um die überschuldeten Euroländer vor der Insolvenz und dem dann wahrscheinlichen Austritt aus dem Euro zu retten, müssen die gleichen Befür-

worter vor Gericht diesen Zusammenhang juristisch abstreiten oder von der ökonomischen Evidenz verbal entkoppeln.

In einer derartigen Lage verwundert es nicht, daß sich der juristische Kampf¹ auf ein Adjektiv zugespitzt hat, nämlich auf das Adjektiv „unmittelbar“ im Art. 123 Abs. 1 AEUV, der lautet:

„Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als "nationale Zentralbanken" bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der *unmittelbare* Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.“

Die EZB vertritt die Rechtsauffassung, daß ihre Staatsanleiheaufkaufprogramme keine verbotene monetäre Staatsfinanzierung darstellen würden, weil die EZB die Staatsanleihen nicht unmittelbar von den Euroländern auf dem Primärmarkt, sondern lediglich im Rahmen ihrer Offenmarktgeschäfte auf dem Sekundärmarkt aufkaufen würde. Dem ist von den Klägern gegen diese Programme entgegengehalten worden, daß diese Unterscheidung irrelevant sei und einen Umgehungstatbestand darstelle.

Das deutsche Bundesverfassungsgericht führte bereits im März 2014 in seinem OMT-Beschluß,

¹ Neben der Frage, ob die Anleihekaufprogramme der EZB verbotene monetäre Staatsfinanzierung darstellen, geht es in den juristischen Auseinandersetzungen auch um die Frage, ob die EZB ihr währungspolitisches Mandat überschritten und *ultra vires* gehandelt hat.



mit dem diese Frage dem EuGH erstmals vorgelegt wurde, aus, daß das Verbot aus Art. 123 Abs. 1 AEUV, Staatsanleihen unmittelbar von den jeweiligen Staaten aufzukaufen, nicht durch funktional äquivalente Maßnahmen umgangen werden dürfe. Viele Einzelheiten des OMT-Programms, das allerdings nie in Kraft getreten ist, sprächen dafür, daß der OMT-Beschluß auf eine verbotene Umgehung von Art. 123 Abs. 1 AEUV zielt.

In seinem Urteil vom 16. Juni 2015 verwarf der EuGH diese Auffassung des Bundesverfassungsgerichts. Zum einen „ziele“ das OMT-Programm der EZB nicht auf eine Umgehung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung. „Mit diesen geldpolitischen Outright-Geschäften (Outright Monetary Transactions – OMTs) sollen eine ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und die Einheitlichkeit der Geldpolitik sichergestellt werden“ (Rn. 4, Rn. 47 ff.). Zum anderen – und hier bekommt das Adjektiv „unmittelbar“ eine entscheidende Bedeutung – schließe der Art. 123 Abs. 1 AEUV nicht in allgemeiner Weise die Möglichkeit aus, „von Gläubigern eines solchen Staates Schuldtitel zu erwerben, die dieser Staat zuvor ausgegeben hat“ (Rn. 95). Ein Ankauf von Staatsanleihen an den Sekundärmärkten sei deshalb durch Art. 123 Abs. 1 nicht prinzipiell verboten.

Im EuGH-Urteil vom 16. Juni 2015 wird der Argumentation des Bundesverfassungsgerichts aber insoweit gefolgt, daß das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) „nicht rechtmäßig Staatsanleihen an den Sekundärmärkten unter Voraussetzungen erwerben“ kann, „die seinem Tätigwerden in der Praxis die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb von Staatsanleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen der Mitgliedstaaten verleihen, und auf diese Weise die Wirk-

samkeit des in Art. 123 Abs. 1 AEUV festgelegten Verbots in Frage stellen“ (Rn. 97).

Um zu beurteilen, ob die konkreten Ankaufbedingungen auf dem Sekundärmarkt zur gleichen Wirkung wie ein Ankauf auf dem Primärmarkt führen, müsse auf den Zweck des Art. 123 Abs. 1 AEUV abgestellt werden, der „die Mitgliedsstaaten dazu anhalten soll, eine gesunde Haushaltspolitik zu befolgen, indem vermieden wird, dass eine monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite oder Privilegien der öffentlichen Hand auf den Finanzmärkten zu einer übermäßigen Verschuldung oder überhöhten Defiziten der Mitgliedstaaten führen“ (Rn. 100). Dieser Zweck könnte verletzt werden, „wenn die Wirtschaftsteilnehmer, die möglicherweise Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, die Gewissheit hätten, dass das ESZB diese Anleihen binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen ankaufen würde, die es diesem Wirtschaftsteilnehmern ermöglichen, faktisch als Mittelpersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen des betreffenden Mitgliedstaats zu agieren“ (Rn. 104). „Jedoch ist den Erläuterungen der EZB im Rahmen des vorliegenden Verfahrens zu entnehmen, dass die Durchführung eines Programms ... Bedingungen unterliegen muss, mit denen vermieden werden soll, dass die Interventionen des ESZB an den Sekundärmärkten die gleiche Wirkung wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen an den Primärmärkten haben“ (Rn. 105).

Darüber hinaus habe die EZB vor dem Gerichtshof der Europäischen Union angekündigt, „dass das ESZB zum einen beabsichtigt, eine Mindestfrist zwischen der Ausgabe eines Schuldtitels auf dem Primärmarkt und seinem Ankauf an den Sekundärmärkten einzuhalten, und dass zum anderen eine vorherige Ankündigung seiner Entscheidung, solche Ankäufe vorzunehmen, oder



des Volumens der geplanten Ankäufe ausgeschlossen sein soll“ (Rn. 106).

Und weiter heißt es im Text: „Da sich durch diese Garantien verhindern lässt, dass die Emissionsbedingungen für Staatsanleihen durch die Gewissheit verfälscht werden, dass diese Anleihen nach ihrer Ausgabe durch das EZSB erworben werden, kann durch sie ausgeschlossen werden, dass die Durchführung eines Programms wie des in der Pressemitteilung angekündigten in der Praxis die gleiche Wirkung hat wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen der Mitgliedstaaten“ (Rn. 107).

Da die konkrete Art und Weise des Ankaufs von Staatsleihen durch die EZB an den Sekundärmärkten nicht so wirke wie ein Ankauf am Primärmarkt und der Zweck des Art. 123 Abs. 1 AEUV, den Mitgliedstaaten nicht den Anreiz für eine gesunde Haushaltspolitik zu nehmen, nicht konterkariert wird, sei das OMT-Programm nicht europarechtswidrig.

III.

Obwohl das OMT-Programm der EZB nie in Kraft getreten ist, sind die dargestellten rechtlichen Erwägungen für die Klagen gegen das seit Frühjahr 2015 laufende Anleihekaufprogramm der EZB, das sogenannte Public Sector Purchase Programme (PSPP), relevant. Denn das Bundesverfassungsgericht stellt in seinem in dieser Woche veröffentlichten Beschluß genau auf die Kriterien des EuGH ab, welche der EuGH zur Beurteilung der Wirkung von Staatsanleiheaufkäufen auf dem Primär- und Sekundärmarkt aufgestellt und mit denen der EuGH im Jahr 2015 die Erwägungen des Bundesverfassungsgerichts aus dem Jahr 2014 zurückgewiesen hat. Das Bundesverfassungsgericht hat mit Beschluß vom

18. Juli 2017 die laufenden Verfahren gegen das EZB-Anleihekaufprogramm vor dem Bundesverfassungsgericht ausgesetzt und dem EuGH u.a. die Frage vorgelegt, ob denn jetzt das PSPP-Kaufprogramm vom Frühjahr 2015 gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV verstößt.

Für das Bundesverfassungsgericht sprechen gewichtige Gründe dafür, daß das noch laufende Anleihekaufprogramm der EZB monetäre Staatsfinanzierung darstellt. Für einen Verstoß des PSPP-Beschlusses der EZB gegen Art. 123 AEUV spreche, „dass Einzelheiten der Ankäufe in einer Art und Weise angekündigt werden, die auf den Märkten die faktische Gewissheit begründen könnten, daß das Eurosystem emittierte Staatsanleihen auch erwerben wird (aa), dass die Einhaltung bestimmter Mindestfristen zwischen der Ausgabe eines Schuldtitels auf dem Primärmarkt und seinem Ankauf auf dem Sekundärmarkt nicht nachprüfbar ist (bb), erworbene Anleihen bislang durchweg bis zur Endfälligkeit gehalten werden (cc) und darüber hinaus Anleihen erworben werden, die von vornherein eine negative Rendite aufweisen (dd)“ (Rn. 80). Das Bundesverfassungsgericht subsumiert damit das laufende EZB-Anleihekaufprogramm unter die vom EuGH selbst aufgestellten Kriterien.

Zum Punkt aa) „Faktische Gewissheit hinsichtlich des Erwerbs durch das Eurosystem“ führt das Bundesverfassungsgericht sehr ausführlich und en détail aus, daß zwar zutrefte, „dass die Marktteilnehmer keine *rechtliche* Gewissheit haben, dass eine bestimmte nach einer ISIN identifizierte Emission von Anleihen eines Mitgliedstaates der Eurozone durch das Eurosystem aufgekauft wird. Aus den ausdrücklich angekündigten Modalitäten des PSPP (1) und den Modalitäten, die sich aus der Praxis der Anleihekäufe ableiten lassen (2), könnte für die Marktteilnehmer jedoch eine hinreichende *faktische* Gewiss-



heit bestehen, dass emittierte Staatsanleihen vom Eurosystem aus erworben werden (3)“ (Rn 81). Es komme darauf an, „ob Marktteilnehmer, die Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, letztlich die Gewissheit haben, dass das Eurosystem diese Anleihen binnen eines überschaubaren Zeitraums und unter Bedingungen ankauft, die es ihnen ermöglicht, gleich Mittelspersonen des Eurosystems für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen zu agieren“ (Rn. 92).

In der Sache sind wir damit zurück bei Mario Draghis Rede am 26. Juli 2012 in London, mit welcher genau diese Gewißheit verbreitet wurde. Ohne diese Gewißheit wären die Zinsen für italienische Staatsleihen trotz der Null- und Negativzinspolitik der EZB deutlich höher. Ungewißheit in dieser Frage führt binnen kürzester Zeit, einige Kapitalmarktteilnehmer sprechen von Minuten, zu hohen Risikoaufschlägen. Und ohne diese Gewißheit wäre Italien heute vermutlich nicht mehr Mitglied der Währungsunion.

Diese Folgen wird der EuGH in seiner Antwort auf die Vorlage des Bundesverfassungsgerichts wohl kaum anführen. Der EuGH wird vermutlich darlegen, weshalb die Subsumtion von PSPP unter die 2015 vom EuGH aufgestellten Kriterien fehlerhaft ist und daß die vom Bundesverfassungsgericht behauptete faktische Gewißheit gerade aufgrund der rechtlichen Ungewißheit gar nicht bestehen könne. Den internationalen Finanzmärkten werden die Erwägungen des EuGH solange gleichgültig sein, wie eine Entscheidung des EuGH vor Auslaufen des PSPP nicht zu dem Schluß kommt, daß das PSPP gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV verstoße und daß zukünftig ähnliche Programme zu unterlassen seien. Was der EuGH aber letztlich und vor allem wann entscheiden wird, ist offen.

Aber was dürfte passieren, falls der Europäische Gerichtshof (EuGH) der Auffassung des Bundesverfassungsgerichts vollumfänglich folgen sollte? Was könnte in Italien passieren, wenn die von Mario Draghi seit Juli 2012 erzeugte „Rettungsgewißheit“ in Ungewißheit umkippt? Italien leidet ohnehin an ausgeprägter politischer Ungewißheit.

IV.

Wenn die Einschätzung vieler Kapitalmarktteilnehmer zutrifft, daß die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen innerhalb kürzester Zeit in die Höhe schießen, falls die von Mario Draghi und anderen verbreitete Gewißheit, daß die EZB mit monetärer Staatsfinanzierung für die Schulden der Euroländer eintreten wird, verlorengelht und andere oder neue EU-Institutionen wie ein Europäischer Währungsfonds nicht in der Lage sind, neue Gewißheit glaubwürdig zu verbreiten, könnte Italien schnell in die Lage geraten, auslaufende Staatsanleihen im Markt nicht refinanzieren zu können. Das heißt, das überschuldete Italien könnte seine Schuldenlast nicht mehr tragen und würde in die Staatsinsolvenz fallen.

Da die EZB im angenommenen Fall die monetäre Staatsfinanzierung eingestellt hat, Italien diese als Mitglied im Euro aber nicht selbst betreiben kann, müßte Italien binnen sehr kurzer Zeit seine Staatsschuld in eine eigene Währung denominieren. Faktisch bedeutet das, daß Italien entweder aus dem Euro austreten müßte, um eine eigene Währung an die Stelle des Euro zu setzen, oder zumindest eine Parallelwährung neben dem Euro emittieren müßte, so daß die italienische Zentralbank in beiden Fällen in der Lage ist, den italienischen Staat durch monetäre Staatsfinanzierung am Leben zu erhalten. Ein derartiges Manöver ist jedoch nicht durch langwierige Volksbefragungen und Volksentscheide



ins Werk zu setzen, sondern dürfte nach Art. 77 der italienischen Verfassung auf dem Dekretswege ins Werk gesetzt werden. Der Staatspräsident dürfte durch persönliche Intervention dafür sorgen, daß diesen Dekreten anschließend von beiden Kammern des Parlaments zugestimmt wird.

Dieses nur angedeutete Szenario, in welchem die Eurozone ungeordnet Mitglieder verliert und dadurch womöglich auseinanderbricht, wollen jedoch alle Regierungen im Euroraum verhindern. Das dürfte auch der eigentliche Grund sein, weshalb bislang keine Regierung eines Eurolandes die Rechtmäßigkeit des PSPP angezweifelt hat. Man kann nur hoffen, daß zumindest in einigen Ländern Pläne entwickelt werden, wie im Falle eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Eurozone zu reagieren ist. Denn obwohl zur Zeit alles dafür spricht, daß von der EZB unter Hilfe des EuGH die Gewißheit der monetären Staatsfinanzierung im Euroraum auf Teufel komm raus aufrechterhalten werden soll, so zeigt doch der juristische Kampf um das Adjektiv „unmittelbar“, daß die Eurozone immer fragiler wird und an einem Adjektiv zu hängen zu scheint.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 18. August 2017.