

An die  
Kanzlei des Gerichtshofs  
der Europäischen Union  
Rue du Fort Niedergrünewald  
L-2925 Luxemburg

Prof. Dr. iur. Hans-Detlef Horn

Fachbereich Rechtswissenschaften  
Philipps-Universität Marburg  
Universitätsstr. 6  
35037 Marburg  
Tel. dienstl: 06421-28 23126 / 23810  
Fax dienstl: 06421-28 23839  
Am Heier 22  
35096 Weimar (Lahn)-Roth  
Tel. priv.: 06426 -967141  
Tel. mobil.: 0173-3020828  
E-mail: hans-detlef.horn@jura.uni-  
marburg.de

30. Mai 2018

per Fax +352 43 37 66; per E-Mail: ecj.registry@curia.europa.eu

In dem Vorabentscheidungsverfahren C-493/17

– Weiss e.a. –

[Vorl. Gericht: Bundesverfassungsgericht – Deutschland]

wird namens und im Auftrag der Beteiligten des Ausgangsrechtsstreits:

- Herr Prof. Dr. Bernd LUCKE,
- Herr Prof. Dr. h.c. Hans-Olaf HENKEL,
- Herr Prof. Dr. Joachim STARBATTY,
- Herr Bernd KÖLMEL,
- Frau Ulrike TREBESIUS,

Prozessbevollmächtigter:

Herr Prof. Dr. iur. Hans-Detlef HORN,

auf die

**Fragen zur schriftlichen Beantwortung bis zum 1. Juni 2018**

in der Anlage I des Schreibens der Kanzlei des Gerichtshofs vom 4. Mai 2018  
(1079167 DE) – Rechtssache C-493/17 – Nr. 71

wie folgt

**Stellung genommen.**

Die Stellungnahme antwortet auf die **vier Fragen**, die **unter Ziffer 2.** des Fragenkatalogs des Gerichtshofs aufgeführt sind.

## I.

### **Zu den Ausführungen des vorlegenden Gerichts in Rn. 82 bis 90 der Vorlageentscheidung und deren Übertragbarkeit auf von anderen Mitgliedstaaten begebene Anleihen**

**1** Die Ausführungen des vorlegenden Gerichts in Rn. 82 bis 90 der Vorlageentscheidung handeln (1) von den angekündigten Modalitäten des PSPP und (2) von den aus der Ankaufspraxis ableitbaren Modalitäten des PSPP – und zwar im Hinblick darauf, dass sich aus diesen Modalitäten für mögliche Investoren in PSPP-fähige Anleiheemissionen die faktische Gewissheit ergeben kann, dass diese auf dem Sekundärmarkt vom Eurosystem (ESZB) tatsächlich (teilweise, d.h. unter Beachtung der Ankaufobergrenze) angekauft werden (Rn. 91, 92 der Vorlageentscheidung).

**2** Mit diesen Ausführungen nimmt das vorlegende Gericht auf eines der Kriterien Bezug, unter denen sich nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs im OMT-Urteil (EuGH, Urteil vom 16. Juni 2015, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400) die Frage beurteilt, ob Ankäufe von Staatsanleihen, die das ESZB auf den Sekundärmärkten tätigt, gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung aus Art. 123 AEUV verstoßen.

**3** Nach diesem Kriterium dürfen Wirtschaftsteilnehmer, die möglicherweise Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, nicht die Gewissheit haben, dass das ESZB diese Anleihen binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen ankaufen würde, die es diesen Wirtschaftsteilnehmern ermöglichen, faktisch als Mittelpersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb der Anleihen zu agieren (vgl. EuGH, a.a.O., Rn. 104).

4 Denn wenn diese Gewissheit bestehen würde, dann wäre die Situation gegeben, dass der Ankauf von Staatsanleihen durch das ESZB am Sekundärmarkt praktisch die gleiche Wirkung hätte wie ein Erwerb von Staatsanleihen unmittelbar von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen der Mitgliedstaaten selbst mit der Folge, dass die Wirksamkeit des in Art. 123 Abs. 1 AEUV festgelegten Verbots in Frage gestellt würde (vgl. EuGH, a.a.O., Rn. 97).

5 Zwar ist es für ein Ankaufprogramm des ESZB wie dasjenige des PSPP inhärent und unerlässlich, dass es einen gewissen Einfluss auf die Funktionsweise des Primärmarkts und der Sekundärmärkte für Staatsanleihen nimmt (EuGH, a.a.O., Rn. 108). ESZB-Ankäufe am Sekundärmarkt dürfen jedoch nicht so eingesetzt werden, dass dadurch das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel umgangen wird (vgl. EuGH, a.a.O., Rn. 101).

6 Im Hinblick darauf zeigt das vorlegende Gericht in Rn. 82 bis 90 seiner Vorlageentscheidung auf, dass sich aus den Modalitäten des PSPP, wie sie aus den Ankündigungen und aus der Ankaufspraxis des ESZB erkennbar sind, sowohl die *Nachfrage* des ESZB auf den Sekundärmärkten als auch das dort verfügbare *Angebot* an Staatsanleihen kalkulieren und schließlich zwischen beiden ein *Verhältnis* ermitteln lässt, aus dem ein möglicher Investor am Primärmarkt eine hinreichende faktische Gewissheit ableiten kann, dass das ESZB diese Anleihen zumindest teilweise erwerben wird.

7 So wird dargelegt,

- *erstens*, dass das PSPP-Ankaufvolumen von Beginn an (seit März 2015) im Durchschnitt ca. 80 % des APP-Gesamtvolumens (von monatlich zunächst 60 Mrd. Euro, seit April 2016 80 Mrd. Euro, seit April 2017 wieder 60 Mrd. Euro, seit Januar 2018 30 Mrd. Euro) ausmacht;
- *zweitens*, dass 90 % des PSPP-Ankaufvolumens auf Anleihen von Staaten (Zentralregierungen) und anerkannten (gelisteten) nationalen öffentlichen Einrichtungen einschließlich regionaler und lokaler Gebietskörperschaften entfällt (seit April 2016);

- *drittens*, dass nach der Portfolioallokation 10 % des PSPP-Ankaufvolumens durch den zentralen Ankauf von Staatsanleihen und von Anleihen anerkannter nationaler Einrichtungen (mit Ausnahme derjenigen von regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften) von der EZB erfüllt wird, während demzufolge von den nationalen Zentralbanken (NZB's) dezentral Staatsanleihen und Anleihen anerkannter nationaler Einrichtungen ihrer eigenen Jurisdiktion, einschließlich regionaler und lokaler Gebietskörperschaften, in Höhe von 80 % des PSPP-Ankaufvolumens angekauft werden;
- *viertens*, dass sich die Verteilung des Ankaufvolumens auf die NZB's nach dem Schlüssel für deren Zeichnung am Kapital der EZB richtet.

**8** Aus diesen Modalitäten lässt sich ohne weiteres das monatliche programmgemäße oder *nominale Nachfragevolumen* jeder einzelnen NZB auf dem Sekundärmarkt nach PSPP-fähigen Staatsanleihen und Anleihen anderer nationaler Emittenten *bestimmter Mitgliedstaaten* (Jurisdiktionen) errechnen.

**9** Das vorlegende Gericht hat in Rn. 85 der Vorlageentscheidung beispielhaft aufgezeigt, dass danach von der Deutschen Bundesbank programmgemäß monatlich Anleihen deutscher öffentlicher Emittenten in einem Umfang von 23,7 % des auf die NZB's entfallenden PSPP-Volumens angekauft würden.

**10** Diese Ermittlung der programmgemäßen oder nominalen Nachfrage lässt sich selbstverständlich auch für den dezentralen Ankauf von Anleihen anderer Eurostaaten durch deren NZB's vornehmen.

**11** In Rn. 86 bis 88 seiner Vorlageentscheidung weist das vorlegende Gericht sodann darauf hin, dass für die Wirtschaftsteilnehmer aus den monatlichen Veröffentlichungen der EZB über die PSPP-Ankaufspraxis von Beginn an erkennbar sei, dass und inwieweit das *tatsächliche Nachfragevolumen* des ESZB nach PSPP-fähigen Anleihen nationaler Emittenten bestimmter Mitgliedstaaten der programmgemäßen oder nominalen Nachfrage entspricht.

**12** Diesem Wissen der Wirtschaftsteilnehmer über die Nachfrage des ESZB auf den Sekundärmärkten stellt das vorlegende Gericht in Rn. 89, 90 seiner Vorlageentscheidung die Möglichkeiten der Wirtschaftsteilnehmer gegenüber, auf der *Angebotsseite* das Marktvolumen an verfügbaren PSPP-fähigen Anleihen zu analysieren und dabei auch Angebotsknappheiten zu erkennen, aus denen die faktische Gewissheit resultieren kann, dass *bestimmte Anleihen einer Jurisdiktion* vom ESZB angekauft würden.

**13** Dazu wird dargelegt,

- *erstens*, dass von einer Emission von vornherein nur der Teil auf den Sekundärmarkt gelangt, der von den Primärmarktinvestoren nicht zum Zwecke der Wertaufbewahrung gehalten (also im „Anlagebuch“, nicht im „Handelsbuch“ verbucht) wird – mit der Folge, dass die Nachfrage des ESZB relativ zum verfügbaren Marktvolumen regelmäßig einen höheren Anteil aufweist als die 33 % pro Emission, auf die der erwerb-bare Umfang nominal begrenzt ist;
- *zweitens*, dass sich Analysten- und Presseberichten zufolge zum Beispiel im Verlauf des Jahres 2016 das verfügbare Marktvolumen von PSPP-fähigen Staatsanleihen bestimmter Jurisdiktionen derart verringert hatte, dass allseits die sichere Erwartung entstanden war, der von diesen Anleihen erwerb-bare Umfang werde alsbald im Laufe des Jahres 2017 erschöpft sein.

**14** Es steht außer Zweifel, dass zu der (unter *erstens* angesprochenen) Frage, in welchem Umfang Neuemissionen PSPP-fähiger Wertpapiere von Handelsinvestoren zum Weiterverkauf an den Sekundärmärkten und in welchem Umfang sie von Anlageinvestoren zur Wertaufbewahrung gehalten werden, detaillierte Analysen angestellt werden können, um die Gewissheit darüber zu stärken, dass eine Anleihe vom ESZB angekauft werden wird.

**15** Hierzu wird beispielhaft auf die Auswertung der Daten aus den europäischen Banken-Stresstests des Jahres 2010 durch Viral V. Acharya / Itamar Drechsler / Philipp Schnabl (April 2013), dort S. 23 mit Table 1 im Anhang, verwiesen – siehe **Anlage 1**:

Panel C: European Bank Stress Tests (3/31/2010)

	Obs	Mean	Std.Dev	50 <sup>th</sup> percentile	5 <sup>th</sup> percentile	95 <sup>th</sup> percentile
Risk-weighted Assets (Euro billion)	91	126.3	179.1	63.4	3.3	493.3
European Sovereign Bond Holdings (Euro billion)	91	20.6	27.9	7.9	0.1	81.7
Home Sovereign Bond Holdings (Euro billion)	91	11.5	14.4	5.7	0.2	42.8
Home share (%)	91	69.4%	30.0%	81.6%	18.9%	100%
Share Banking Book (%)	91	84.9%	19.9%	92.2%	35.4%	100%

**16** Demnach wurden 84,9% der erworbenen Staatsanleihen in den Anlagebüchern der Kreditinstitute gehalten und waren demnach daher *nicht* für Handelszwecke vorgesehen. Unter Zugrundelegung dieser Ziffer ist mithin die Menge von Staatsanleihen, die auf dem Sekundärmarkt angeboten wird, erheblich niedriger als das Emissionsvolumen dieser Anleihen. So kann durchaus angenommen werden, dass eine Ankaufobergrenze des ESZB von 33% des Primärmarktvolumens in der Regel das gesamte am Sekundärmarkt verfügbare Volumen der Anleihe übersteigt.

**17** Was die (unter *zweitens* benannte) Schilderung des vorliegenden Gerichts über prognostizierte Angebotsknappheiten von PSPP-fähigen Wertpapieren in den Jahren 2016/2017 anbelangt, so liegen den hier vertretenen Beteiligten zusätzlich zu den vom Gericht angeführten Nachweisen eine Vielzahl weiterer Belege vor, die diese Verengung der Marktlage (für deutsche ebenso wie für nichtdeutsche PSPP-Anleihen) bestätigen.

**18** So berichteten über eine Knappheit PSPP-fähiger deutscher Staatsanleihen unter anderem am 14.12.2016 Pictet,<sup>1</sup> am 16.5.2017 Unicredit,<sup>2</sup> am 7.6.2017 und am 21.8.2017 die Financial Times,<sup>3</sup> am 23.6.2017 Reuters,<sup>4</sup> am

<sup>1</sup> Abrufbar unter <https://perspectives.pictet.com/wp-content/uploads/2016/12/Flash-Note-FD-ECB-QE-bond-scarcity-14-December-2016-1.pdf>.

<sup>2</sup> Abrufbar unter [https://www.research.unicredit.eu/DocsKey/xfifstrategy\\_docs\\_2017\\_159905.ashx?M=D&R=47451500](https://www.research.unicredit.eu/DocsKey/xfifstrategy_docs_2017_159905.ashx?M=D&R=47451500).

<sup>3</sup> Abrufbar unter <https://www.ft.com/content/fda7acb5-197a-31a7-86a6-58cf1b0dff45> und <https://www.ft.com/content/532d8c96-836d-11e7-a4ce-15b2513cb3ff>.

<sup>4</sup> Abrufbar unter <https://uk.reuters.com/article/uk-ecb-policy/german-bond-scarcity-a-key-factor-in-ecb-qe-extension-debate-sources-idUKKBN19E13U>.

4.12.2017 ABN Amro,<sup>5</sup> und am 23.3.2018 Bloomberg.<sup>6</sup> Diese Berichte zeigen, dass die Knappheit PSPP-fähiger deutscher Staatsanleihen am Markt für einen deutlich längeren Zeitraum als ein Jahr konstatiert werden muss und auch gegenwärtig noch andauert.

**19** Über eine Knappheit PSPP-fähiger nicht-deutscher Staatsanleihen berichten unter anderen am 14.12.2016 Pictet für Estland, Irland, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Zypern,<sup>7</sup> am 5.7.2017 Lombard Street Research für „gering verschuldete Länder“,<sup>8</sup> am 11.8.2017 OMFIF für Estland, Portugal und Zypern,<sup>9</sup> am 27. Oktober 2017 Generali Investments für „kleine Länder“,<sup>10</sup> und am 4.12.2017 ABN Amro für Irland und die Niederlande.<sup>11</sup> Auch hier erstreckt sich die Berichterstattung über mindestens ein Jahr, sodass von einer anhaltenden Angebotsknappheit auszugehen ist. Ähnlich wie für Deutschland haben mehrere dieser kleineren Länder jährliche Haushaltsüberschüsse, sodass die Gesamtverschuldung des Staates abnimmt. Anhaltende Käufe von Staatsanleihen dieser Länder im laufenden Jahr verschärfen daher die Knappheitssituation weiter.

**20** In Anbetracht dieser Lage stellt das vorlegende Gericht zutreffend heraus, dass bei einem nur *knappen Angebot* an PSPP-fähigen Anleihen eine hinreichende Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer entstehen kann, dass das ESZB diese Anleihen aufkaufen wird.

---

<sup>5</sup> Abrufbar unter <https://insights.abnamro.nl/en/2017/12/global-daily-ecb-fills-core-gap-by-buying-more-irish-bonds/>.

<sup>6</sup> Abrufbar unter <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-23/ecb-acts-to-ensure-glitch-free-journey-to-smooth-qe-conclusion>.

<sup>7</sup> Abrufbar unter <https://perspectives.pictet.com/wp-content/uploads/2016/12/Flash-Note-FD-ECB-QE-bond-scarcity-14-December-2016-1.pdf>.

<sup>8</sup> Abrufbar unter <http://www.lombardstreetresearch.com/lrlink.php?T=MQ==&F=MjIwMA==>.

<sup>9</sup> Abrufbar unter [www.omfif.org%2Fanalysis%2Fcommentary%2F2017%2Faugust%2Fqe-challenged-by-bond-limits%2FOMFIF-Commentary.pdf&usg=AOvVaw3-AsQ9aXzZtG1gflFE4IZ1](http://www.omfif.org%2Fanalysis%2Fcommentary%2F2017%2Faugust%2Fqe-challenged-by-bond-limits%2FOMFIF-Commentary.pdf&usg=AOvVaw3-AsQ9aXzZtG1gflFE4IZ1).

<sup>10</sup> Abrufbar unter [https://www.generali.com/doc/jcr:752449e9-a1a1-422d-a532-a47a573a41c3/lang:en/FP\\_ECB\\_tapering\\_10\\_2017.pdf](https://www.generali.com/doc/jcr:752449e9-a1a1-422d-a532-a47a573a41c3/lang:en/FP_ECB_tapering_10_2017.pdf).

<sup>11</sup> Abrufbar unter <https://insights.abnamro.nl/en/2017/12/global-daily-ecb-fills-core-gap-by-buying-more-irish-bonds/>.

**21** Dass diese Situation im weiteren Programmverlauf des PSPP zunehmend akut geworden ist, wird auch durch diejenigen Analysen belegt, die deutlich machen, dass das Eurosystem wegen des Mangels an PSPP-fähigen Anleihen bestimmter Jurisdiktionen immer stärker die eigene Vorgabe verfehlt, die Anleihekäufe nach dem EZB-Kapitalschlüssel zu steuern.

**22** So macht etwa die statistische Auswertung der PSPP-Ankäufe des Monats Februar 2018 deutlich, dass die Ankäufe von Anleihen der Länder Österreich, Belgien, Spanien, Frankreich und Italien den Kapitalanteil ihrer Zentralbanken an der EZB signifikant, und zwar um ca. 8 - 10 % überschreiten, während es aus Estland gar kein Anleiheangebot mehr gibt und etwa litauische, lettische, luxemburgische, slowakische oder maltesische Anleihen nur in einem Umfang angekauft werden können, der bis zu ca. 70 % unter dem Anteil liegt, den sie nach den EZB-Kapitalschlüsseln am Gesamtvolumen des PSPP haben müssten:

### Bond Scarcity

Insufficient amounts of some government debt forced the ECB to deviate from capital key



Source: Bloomberg calculations based on cumulative PSPP purchases through Feb. 2018

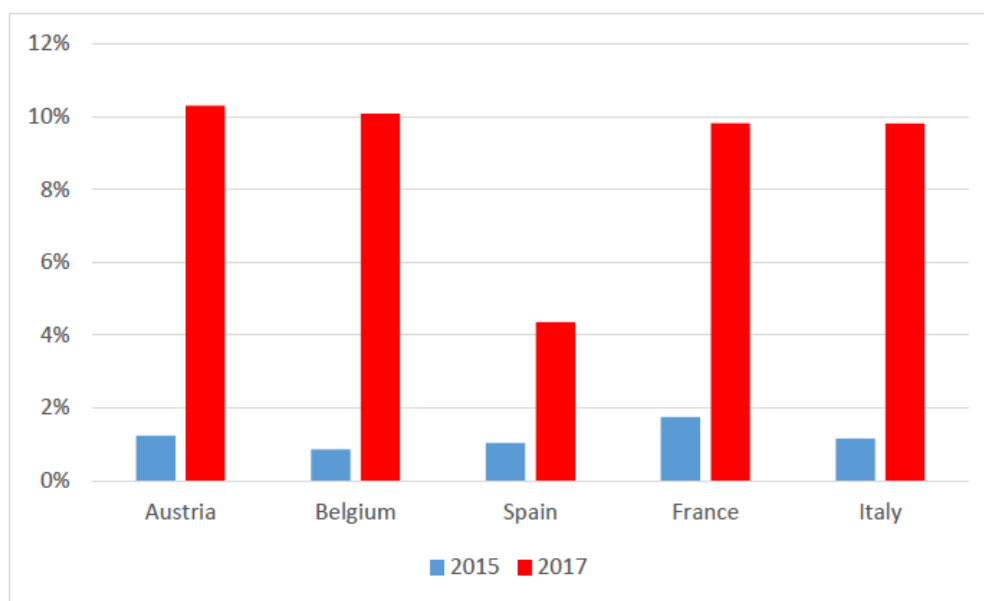
Note: calculations exclude purchases of bonds from supranational institutions

Quelle: Alessandro Speciale and Piotr Skolimowski, ECB Acts to Ensure Glitch-free Ride to QE-Conclusion, 23./26.3.2018, abrufbar unter <https://www.bloomberg.com>.

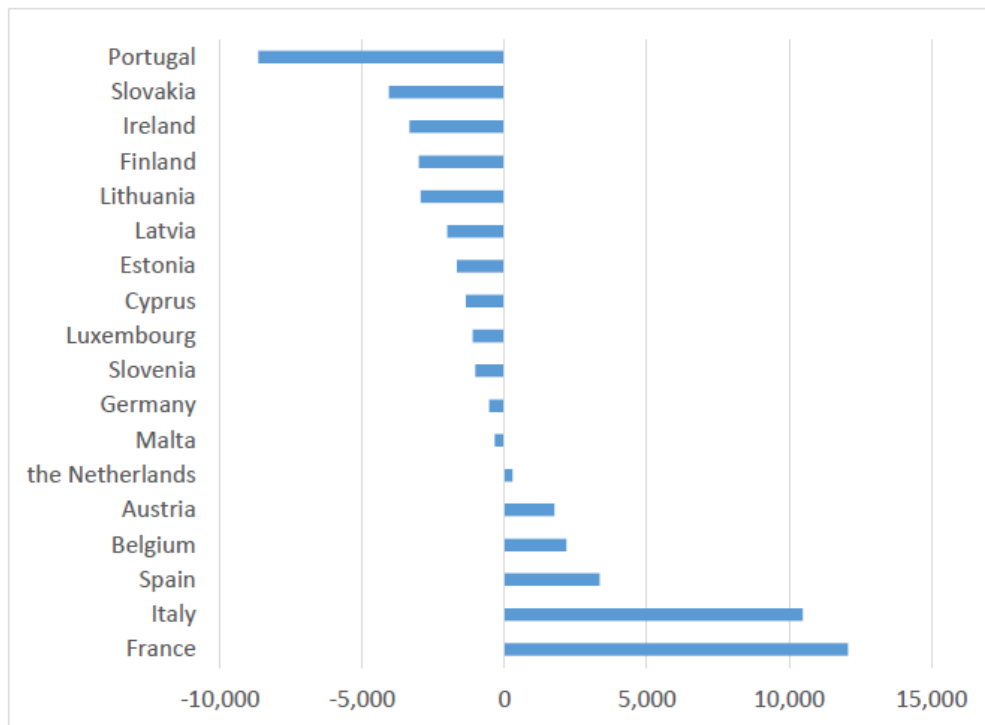


**23** Das Ausmaß dieser Abweichungen vom Kompass des EZB-Schlüssels hat im Verlauf des PSPP-Programms seit 2015 stark zugenommen. Der Vergleich zum Jahr 2017 zeigt auf, dass die überproportionale Verlegung der PSPP-Ankäufe auf Anleihen einzelner Jurisdiktionen wie Italien, Spanien oder Frankreich mittlerweile einen gefestigten Trend darstellt und von erheblicher Größenordnung ist:

Abweichung der PSPP-Anleihekäufe vom EZB-Kapitalschlüssel (in %)



Abweichung der PSPP-Anleihekäufe 2017 vom EZB-Kapitalschlüssel (in Mio. Euro)



Quellen: Prof. Dr. Friedrich Heinemann, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Zur Aufteilung der PSPP-Anleihekäufe auf die Euro-Mitgliedstaaten, Januar 2018 – siehe **Anlage 2**.

**24** Die aufgezeigten Abweichungen der PSPP-Ankäufe von der Verteilung nach dem EZB-Kapitalschlüssel können die Wirtschaftsteilnehmer daher zur stabilen Entscheidungsgrundlage für ihre Primärmarktinvestitionen nehmen. Sowohl die überproportionale Nachfrage des ESZB nach Anleihen aus bestimmten Staaten als auch – und ganz besonders – das geringe oder fehlende Angebot in anderen Staaten ist geeignet, die Wahrscheinlichkeit bis hin zur faktischen Gewissheit zu steigern, dass Neuemissionen aus diesen Jurisdiktionen auf dem Sekundärmarkt vom ESZB im erwerbbaaren Umfang angekauft werden.

**25** Die Knappheit des Angebots an Anleihen bestimmter Staaten kann dabei – und zwar völlig unabhängig von der Größe des Nachfragevolumens des ESZB – umso verlässlicher kalkuliert werden, je geringer die *Nettoneuverschuldung* des betreffenden Staates ist, also Neuemissionen nicht lediglich Ersatzemissionen für fällig gewordene Anleiheschulden sind.

## II.

**Zur Frage, ob es mit Art. 123 AEUV (un)vereinbar wäre, wenn die ESZB-Ankäufe mikroökonomisch zwar nicht, makroökonomisch aber vorhersehbar wären**

## 1)

**26** Den vorstehend erläuterten Erwägungen des vorliegenden Gerichts in Rn. 82 bis 90 der Vorlageentscheidung hält die EZB in ihrer schriftlichen Erklärung (Rn. 84) die Auffassung entgegen, dass die Modalitäten des PSPP aber „über die beabsichtigte makroökonomische Vorhersehbarkeit hinaus nicht zu der mikroökonomischen Vorhersehbarkeit konkreter Ankäufe einzelner Anleihen des öffentlichen Sektors durch die Zentralbanken des Eurosystems“ führten und dass es aber diese mikroökonomische Vorhersehbarkeit sei, die die Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer im Sinne der Rechtsprechung des Gerichtshofs voraussetze.

**27** Demnach ist es umstritten, nach welchen Kriterien es sich im Näheren bemisst, ob die Wirtschaftsteilnehmer, die möglicherweise Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, die faktische Gewissheit haben, dass das ESZB diese Anleihen binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen ankaufen würde, die es diesen Wirtschaftsteilnehmern ermöglichen, faktisch als Mittelspersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb der Anleihen zu agieren. Die bisherige Rechtsprechung des Gerichtshofs (in Rn. 104 des OMT-Urteils vom 16. Juni 2015, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400) lässt dies in der Tat noch nicht mit hinreichender Klarheit erkennen.

**28** Allerdings greift die von der EZB in ihrer schriftlichen Erklärung vorgenommene Gegensätzlichkeit von makro- und mikroökonomischer Vorhersehbarkeit ganz offenbar zu kurz, wenn und solange nicht geklärt ist, was mit diesen beiden Ausdeutungen der „faktischen Gewissheit“ konkret gemeint ist.

**29** Zur notwendigen Konkretisierung müssen zwei Fragen systematisch unterschieden werden: Erstens, bei wem muss die faktische Gewissheit bestehen? Zweitens, auf was muss sich die faktische Gewissheit beziehen?

**30** Daraus ergeben sich *vier denkbare Konstellationen*, die die faktische Gewissheit im Sinne der Rechtsprechung des Gerichtshofs kennzeichnen können:

- *die konkret-individuelle Gewissheit*: ein einzelner Wirtschaftsteilnehmer hat die Gewissheit, dass das ESZB ihm (individuell) exakt die (konkrete) Anleihe (nach ISIN bestimmt) zumindest teilweise abkaufen wird, die er am Primärmarkt erwerben kann;
- *die konkret-generelle Gewissheit*: die Wirtschaftsteilnehmer haben die Gewissheit, dass das ESZB von ihnen, d.h. „auf den Märkten“ (generell) eine bestimmte (konkrete) Anleihe (nach ISIN, Emittent oder Jurisdiktion bestimmt) zumindest teilweise ankaufen wird, die am Primärmarkt erworben werden kann;
- *die abstrakt-individuelle Gewissheit*: ein einzelner Wirtschaftsteilnehmer hat die Gewissheit, dass das ESZB ihm (individuell) Anleihen solcher Art (abstrakt) zumindest teilweise abkaufen wird, die am Primärmarkt erworben werden können;
- *die abstrakt-generelle Gewissheit*: die Wirtschaftsteilnehmer haben die Gewissheit, dass das ESZB von ihnen, d.h. „auf den Märkten“ (generell) Anleihen von solcher Art (abstrakt) zumindest teilweise ankaufen wird, die am Primärmarkt erworben werden können.

**31** Welche dieser vier Gewissheiten hinreichend ist, um den Fall anzunehmen, dass Staatsanleihekäufe des ESZB auf den Sekundärmärkten wie diejenigen des PSPP im Sinne der Rechtsprechung des Gerichtshofs einen Verstoß gegen das Verbot des Art. 123 AEUV darstellen, muss sich nach dem Kriterium bemessen, ob der oder die Wirtschaftsteilnehmer faktisch „als Mittelspersonen des ESZB“ für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen agieren bzw. verwendet werden können, so dass die Sekundärmarktkäufe in der Praxis „die gleiche Wirkung“ haben wie ein unmittelbarer Erwerb solcher Staatsanleihen von den nationalen Schuldenagenturen.

2)

**32** Mit der These, die die EZB in ihrer schriftlichen Erklärung vertritt, es bedürfe der „*mikroökonomischen Vorhersehbarkeit* konkreter Ankäufe einzelner Anleihen“ durch das Eurosystem, meint die EZB möglicherweise, ein Verstoß gegen Art. 123 AEUV setze notwendig eine *konkret-individuelle Gewissheit* voraus.

**33** Einer solchen Auffassung wäre erneut (wie schon im Schriftsatz des Unterzeichnenden vom 9. März 2018, Rn. 9 ff.) nachdrücklich zu widersprechen. Eine solche Anforderung würde das Umgehungsverbot des Art. 123 AEUV und die Zielsetzung des Verbots der monetären Haushaltsfinanzierung vollkommen ins Leere laufen lassen.

**34** Zwar würde die Gewissheit eines einzelnen Wirtschaftsteilnehmers, dass das ESZB am Sekundärmarkt von ihm „konkrete Ankäufe einzelner Anleihen“ tätigen wird, sicherlich hinreichen, um ihn als mögliche Mittelsperson oder verlängerten Arm des ESZB am Primärmarkt zu erkennen.

**35** Doch eine solche Gewissheit kann nicht zugleich auch die notwendige Voraussetzung sein, unter der allein eine Umgehung des Verbots des unmittelbaren Erwerbs von Staatsanleihen durch das Eurosystem in Betracht kommt.

**36** Die im Hinblick auf die Zielsetzung des Art. 123 AEUV notwendige Frage muss vielmehr lauten, ob auch eine konkret-generelle, eine abstrakt-individuelle oder gar eine abstrakt-generelle Gewissheit von Wirtschaftsteilnehmern hinreichend sein kann, um zu bewirken, dass sie infolge der Staatsanleihekäufe des ESZB wie eine faktische Mittelsperson des ESZB am Primärmarkt agieren können. Es wäre eine methodisch ungenügende Auslegung der Rechtsnorm des Art. 123 AEUV, ohne derartige Prüfung den Begriff der „faktischen Gewissheit“ auf das konkret-individuelle Konzept zu verengen.

3)

**37** Den Fall *konkret-genereller Gewissheit* mag man als *makroökonomische Vorhersehbarkeit* bezeichnen, aber auf die Bezeichnung kommt es nicht an.

**38** Gemeint ist die Lage, dass mögliche Primärmarktinvestoren wissen, dass das ESZB bestimmte Emissionen, sobald sie auf den Sekundärmarkt gelangen, zumindest teilweise aufkaufen wird, und es ihnen deshalb möglich wird, faktisch wie eine Mittelsperson des ESZB die entsprechende Emission auf dem Primärmarkt zu erwerben.

**39** Die Auffassung, dass in diesem Sinne eine konkret-generelle Gewissheit hinreichend ist, um einen Verstoß gegen Art. 123 AEUV zu begründen, liegt möglicherweise der Vorlagefrage 1 a) zugrunde, die das vorlegende Gericht dem Gerichtshof unterbreitet hat.

**40** Diese konkret-generelle Gewissheit ergibt sich in Anbetracht des PSPP aus dem Zusammentreffen mehrerer Faktoren: erstens aus dem angekündigten, erheblichen quantitativen Umfang der ESZB-Nachfrage, zweitens aus der Informationseffizienz und Markttransparenz der Sekundärmärkte, und drittens aus der daraus folgenden Angleichung der Marktpreise.

**41** Erstens: Das Volumen, mit dem das ESZB auf dem Sekundärmarkt PSPP-fähiger Anleihen auftritt, verleiht ihm – so wie es die Modalitäten entsprechend der Zielsetzung des PSPP beabsichtigen – einen erheblichen Markteinfluss.

**42** Zweitens: Die hohe Informationseffizienz und Markttransparenz, durch die das Geschehen auf den Kapitalmärkten gekennzeichnet ist, führen zu einer äußerst schnellen Diffusion der Information darüber, dass das ESZB (über seine Geschäftspartner) mit seiner hohen Nachfragemacht zu einem bestimmten Zeitpunkt am Markt agiert und bestimmte Staatsanleihen zu bestimmten Konditionen ankauft. Bei Marktteilnehmern, denen diese Information zugänglich geworden ist – und zu diesen zählen allemal diejenigen, die an der Transaktion mit dem ESZB beteiligt waren –, wird dadurch die an Sicherheit grenzende Erwartung erzeugt, dass die zeitlich nächsten Ankäufe des ESZB zu sehr ähnlichen preislichen Konditionen erfolgen werden. Infolgedessen gleichen diese Marktteilnehmer ihre Zahlungsbereitschaft gegenüber anderen Handelspartnern diesen ESZB-Konditionen an. Über dieses Preissignal diffundiert die Informa-

tion über die Konditionen, zu denen das ESZB am Markt Staatsanleihen erwirbt, in die ganze Breite des Marktes.

**43** Sofern die Vertraulichkeitsusancen der Geschäftspartner des ESZB, auf die die EZB in Rn. 79 ihrer schriftlichen Erklärungen hinweist, überhaupt formal gewahrt werden, vermögen sie diese Informationsdiffusion nicht zu verhindern. Denn jedenfalls verbreitet sich das Wissen über die vom ESZB gestellten Konditionen im Wege entsprechender Preissignale für nahe Substitute in die Märkte, weil nicht gewährleistet ist und nicht gewährleistet werden kann, dass die informierten Marktteilnehmer auf die Nutzung ihres Wissens im Rahmen anderer Handelsgeschäfte verzichten.

**44** Drittens: Diese Effekte der Informationseffizienz und Transparenz der Kapitalmärkte haben in Anbetracht der erheblichen quantitativen Bedeutung der ESZB-Nachfrage zur Folge, dass sich der Marktpreis fast instantan den Konditionen der ESZB-Transaktionen angleicht, und zwar in einem Maße, dass nahezu keine Preisdifferenzen und somit kaum mehr gewinnträchtige Arbitragemöglichkeiten bestehen. Dabei erfasst dieser Anpassungsvorgang – aufgrund der fast vollständigen Arbitragefreiheit – auch die Preise von Anleihen mit abweichender Restlaufzeit, abweichendem Coupon oder abweichendem Emittentenrisiko, weil die insoweit wirksamen Preisauf- oder Preisabschläge anhand der aktuellen Zinsstrukturkurve bzw. aktueller Risikoprämien allgemein bekannt sind.

**45** Wegen dieser, infolge der Transaktionen des ESZB bewirkten Egalisierung des Preisniveaus (keine „Preisdiskriminierung“; sog. „Gesetz des einen Preises“) kommt es für einen möglichen Primärmarktinvestor nicht auf die Gewissheit an, dass er die in Betracht stehende Anleihe an das ESZB veräußern kann. Sondern ihm genügt die Gewissheit, dass er die Anleihe auf dem Sekundärmarkt zu ESZB-Konditionen, mithin in der gleichen Weise veräußern kann wie er sie für den Fall veräußern könnte, in dem er das ESZB als Handelspartner hätte. Für den möglichen Primärmarktinvestor spielt die Identität des Käufers der Anleihe keine Rolle.

**46** Sämtliche Marktteilnehmer handeln in der Gewissheit dieser Effekte. Jeder mögliche Erwerber einer Staatsanleihe auf dem Primärmarkt verfügt über die (konkret-generelle) Gewissheit, dass er diese Staatsanleihe entweder an das ESZB oder in unmittelbarer zeitlicher Nähe zu den gleichen oder nahezu gleichen Bedingungen an einen anderen Akteur auf dem Sekundärmarkt veräußern kann. Und ebenso weiß auch das ESZB um diese Gewissheit des Primärmarktinvestors.

**47** Daher wird der mögliche Primärmarktinvestor sowohl in dem einen wie in dem anderen Fall durch die Nachfrage des ESZB nach bestimmten PSPP-fähigen Anleihen dazu veranlasst, diese Anleihen auf dem Primärmarkt zu erwerben. Beide Fälle können unter der Zielsetzung des Art. 123 AEUV nicht unterschiedlich bewertet werden. In beiden Fällen wird der Primärmarktinvestor faktisch als Mittelsperson des ESZB verwendet; so oder so entfaltet sein Agieren die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb der Anleihe bei dem staatlichen Emittenten.

**48** Es liegt auf der Hand, dass insoweit die *Ankaufobergrenze* von 33 % pro Emission, die das ESZB nach den Modalitäten des PSPP zu wahren hat, keine Garantie dafür bieten kann, dass eine Verletzung des Art. 123 AEUV vermieden wird.

**49** Erstens ist diese Ankaufobergrenze schon denklogisch ohne jede Bedeutung für die Frage, ob auf dem Sekundärmarkt die faktische Gewissheit entstehen kann, dass eine Anleihe vom ESZB angekauft wird.

**50** Zweitens ist diese, auf die Gesamtemission einer Anleihe bezogene Beschränkung des ESZB-Ankaufs tatsächlich regelmäßig niedriger als der Anteil, den der ESZB-Ankauf an dem Marktvolumen einer Anleihe auf dem Sekundärmarkt hat.

**51** Maßgeblich ist demnach, dass die Gewissheit der Marktteilnehmer, die eine Umgehung der Zielsetzung des Art. 123 AEUV hinreichend begründet, unter den Modalitäten des PSPP, d.h. einschließlich der Einhaltung der Ankaufobergrenze, entstehen kann.



**52** Auch soweit die EZB in Rn. 79 ihrer schriftlichen Erklärungen darauf hinweist, dass die *Geschäftspartner* der ESZB den tatsächlichen Vorgang einzelner Anleihekäufe des Eurosystems *vertraulich* behandeln, vermag dies, wie bereits dargelegt (oben, Rn. 43), nicht zu verhindern, dass auf den Märkten eine konkret-generelle Gewissheit über die Nachfrage des ESZB nach einzelnen Anleihen entstehen kann.

**53** Erstens ist zweifelhaft, ob diese Vertraulichkeitszusancen in der Handelspraxis wirklich eingehalten werden (deshalb hat der Gerichtshof die EZB ausdrücklich aufgefordert, die Kontrolle dieser Vertraulichkeitszusancen zu erläutern).

**54** Zweitens begründet sich die konkret-generelle Gewissheit, dass das Eurosystem eine bestimmte Anleihe auf den Märkten zumindest teilweise erwerben wird, nicht daraus, dass die Marktteilnehmer positive Kenntnis von einem ganz bestimmten Geschäftsabschluss des ESZB haben. Sondern diese Gewissheit resultiert, wie zuvor ausgeführt (oben, Rn. 40 ff.), aus den marktmäßigen Effekten, die die Nachfrage des ESZB nach Anleihen unter den Bedingungen des PSPP erzeugt.

**55** Drittens ist darauf hinzuweisen, dass die vermeintlichen Vertraulichkeitszusancen der Geschäftspartner des ESZB ganz und gar ohne Bedeutung sind, insoweit auch diese Geschäftspartner wie jeder andere Wirtschaftsteilnehmer als mögliche Primärmarktinvestoren in Betracht stehen. Denn in diesem Fall würden sie selbst die aus der von ihnen für das ESZB getätigten Transaktion gewonnene Gewissheit nutzen können, die es ihnen – zudem in privilegierter Weise – ermöglichte, als Mittelspersonen des ESZB unmittelbar am Primärmarkt tätig zu werden.

4)

**56** Nach Auffassung der hier vertretenen Beteiligten muss es des Weiteren hinreichen, dass die Wirtschaftsteilnehmer über eine *abstrakt-individuelle Gewissheit* des Ankaufs von Staatsanleihen durch das ESZB verfügen können, um den Tatbestand anzunehmen, dass durch diese Ankäufe das Verbot des unmittelbaren Anleiherwerbs am Primärmarkt faktisch umgangen wird.

**57** Gemeint ist damit die Lage, dass mögliche Primärmarktinvestoren wissen, dass das ESZB von ihnen PSPP-fähige Anleihen in einem wertmäßig bestimmten Umfang erwerben wird, ohne dass es darauf ankommt, um welche konkreten Anleihen es sich dabei handelt, und sie deshalb dazu veranlasst werden, faktisch wie Mittelspersonen des ESZB auf dem Primärmarkt dieser Anleihen zu agieren. Insoweit stehen insbesondere die großen und bedeutenden Kreditinstitute in Betracht.

**58** Auch die Auffassung, dass in diesem Sinne eine abstrakt-individuelle Gewissheit hinreichend ist, um einen Verstoß gegen Art. 123 AEUV zu begründen, könnte der Vorlagefrage 1 a) zugrunde liegen, die das vorlegende Gericht dem Gerichtshof unterbreitet hat.

**59** Diese abstrakt-individuelle Gewissheit ergibt sich in Anbetracht des PSPP aus diesen Faktoren: erstens, wiederum aus dem angekündigten, erheblichen quantitativen Umfang der ESZB-Nachfrage (oben, Rn. 41), und zweitens aus der Substituierbarkeit von unterschiedlichen Staatsanleihen in einem Bankenportfolio.

**60** Aus den regulatorischen Vorgaben zur angemessenen Eigenmittelausstattung nach der EU-Kapitaläquivalenz-Verordnung (VO[EU] 575/2013) sind Kreditinstitute dazu angehalten, Mindestbestände an liquiden Aktiva, z. B. in Form von Staatsanleihen, aufzuweisen. Diese Staatsanleihen sind, sofern die die Anforderungen der Kapitaläquivalenz-Verordnung erfüllen, perfekt substituierbar. Das bedeutet, dass ein Kreditinstitut eine etwaige ESZB-Kaufanfrage nach bestimmten Staatsanleihen aus diesem Portfolio bedienen kann, soweit es dafür Sorge trägt, dass das regulatorisch gebotene Volumen des Portfolios gewahrt bleibt.

**61** Indem ein Kreditinstitut die Kaufanfragen des ESZB, die es selbst betreffen, fortlaufend beobachtet, wird es ihm möglich, mit immer größerer Wahrscheinlichkeit die durchschnittliche Frequenz und das durchschnittliche wertmäßige Volumen der ESZB-Nachfrage nach seinen Staatsanleihebeständen zu bestimmen. Nach dem sog. „Gesetz der großen Zahl“ nähern sich die beobachteten Mittelwerte mit zunehmender Beobachtungsdauer der tatsächlichen

ESZB-Nachfrage immer mehr an, so dass diese Nachfrage schließlich mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit vorhergesehen werden kann. So muss nach nun mehr als drei Jahren von ESZB-Ankäufen im Rahmen des PSPP davon ausgegangen werden, dass individuelle Kreditinstitute längst mit einer sehr genauen Erwartung der auf sie durchschnittlich entfallenden ESZB-Nachfrage kalkulieren.

**62** Zwar weiß ein Kreditinstitut infolge einer solchen statistischen Betrachtung nicht, welche konkreten Anleihen das ESZB bei ihm nachfragen wird, aber es weiß mit annähernder Sicherheit um das (Mindest-)Volumen der Kaufnachfrage, die das ESZB in einem bestimmten Zeitintervall an es richten wird. Dadurch wird das Kreditinstitut dazu veranlasst, am Primärmarkt eine über den eigentlichen regulatorischen Bedarf hinausgehende diversifizierte Nachfrage nach Staatsanleihen zu entfalten, die einzig dem Zweck dient, die zu erwartende Nachfrage des ESZB aus dem Staatsanleihen-Portfolio zumindest teilweise befriedigen zu können. Auf diese Weise wird das Kreditinstitut zum Gehilfen des ESZB, am Primärmarkt genau das zu tun, was dem ESZB nach Art. 123 AEUV ausdrücklich verwehrt ist.

5)

**63** Wissen die Wirtschaftsteilnehmer im vorgeschilderten, konkret-generellen oder abstrakt-individuellen Sinne darum, dass das ESZB bestimmte PSPP-fähige Anleihen ankaufen wird, so schließt das naturgemäß deren *abstrakt-generelle Gewissheit* ein, dass das ESZB überhaupt Anleihen von solcher Art ankaufen wird.

**64** Diese – abstrakt-generelle – Gewissheit über die Ankaufspraxis des ESZB mag für sich allein betrachtet noch nicht hinreichen, um annehmen zu können, dass es einem Investor infolgedessen möglich würde, faktisch als Mittelperson des Eurosystems auf dem Primärmarkt bestimmte Staatsanleihen zu erwerben.

**65** Indessen betont der Gerichtshof (in Rn. 109 ff. des OMT-Urteils vom 16. Juni 2015, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400), dass das Ziel von Art. 123 AEUV auch dann umgangen wäre, wenn ein Ankaufprogramm (wie hier das-

jenige des PSPP) geeignet wäre, den Emissionsstaaten der betreffenden Anleihen den Anreiz zu nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen. Das schließt ein, dass sich die Mitgliedstaaten bei der Festlegung ihrer Haushaltspolitik nicht auf die Gewissheit stützen können dürfen, dass ihre Staatsanleihen künftig vom ESZB an den Sekundärmärkten angekauft werden.

**66** Insoweit ist – erstens – darauf hinzuweisen, dass auch die Mitgliedstaaten zu dem Kreis von Wirtschaftsteilnehmern zählen, die um die – vorstehend geschilderten – Effekte der Nachfrage des ESZB nach PPSP-fähigen Wertpapieren, also um die Gewissheiten von Primärmarktinvestoren wissen, dass das ESZB bestimmte Staatsanleihen zumindest teilweise erwerben wird.

**67** Zweitens ist darauf hinzuweisen, dass dieser Anreiz zu einer ungesunden Haushaltspolitik demnach einen eigenständigen Tatbestand einer möglichen Verletzung des Art. 123 AEUV durch ein Ankaufprogramm des ESZB wie dasjenige des PSPP darstellt. Insbesondere wird es vom Gerichtshof nicht für notwendig, d.h. nicht für eine kumulative Voraussetzung erachtet, dass daneben die Wirtschaftsteilnehmer eine Gewissheit über das Ankaufverhalten des ESZB haben, die es ihnen ermöglicht, faktische wie Mittelpersonen des ESZB am Primärmarkt von Staatsanleihen zu agieren.

**68** Dem entspricht es, dass im Hinblick auf die Zielsetzung des Art. 123 AEUV, Umgehungen des monetären Finanzierungsverbots auszuschließen, zwischen der Gewissheit von Primärmarktinvestoren und derjenigen der Mitgliedstaaten, dass ihre Staatsanleihen vom ESZB an den Sekundärmärkten angekauft werden, unterschieden werden muss. Denn in Anbetracht der Mitgliedstaaten geht es nicht darum, ob es ihnen ermöglicht wird, faktisch als Mittelpersonen des ESZB zu agieren, sondern darum, ob ihnen durch die Auswirkungen des Ankaufprogramms der Anreiz genommen wird, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.

**69** Für die Feststellung, ob ein Ankaufprogramm des ESZB wie dasjenige des PSPP geeignet ist, den Mitgliedstaaten den Anreiz zur Verfolgung einer gesunden Haushaltspolitik zu nehmen, kann es nicht notwendig darauf ankommen, ob der betreffende Mitgliedstaat im Einzelfall die konkret-generelle

Gewissheit hat, dass eine bestimmte zu emittierende Anleihe zumindest teilweise vom ESZB angekauft werden wird.

**70** Vielmehr muss es als hinreichend erachtet werden, dass der Mitgliedstaat über eine *abstrakt-generelle Gewissheit* verfügen kann, dass Anleihen solcher Art, wie sie der Mitgliedstaat begibt, vom ESZB zumindest teilweise angekauft werden. Denn diese Gewissheit bietet den Mitgliedstaaten eine genügende Grundlage, um die Festlegung ihrer Haushaltspolitik an der stabilen Erwartung ausrichten zu können, dass erstens ein Teil ihrer Neuverschuldung durch die Anleihekäufe des ESZB gedeckt wird und dass zweitens die Ankäufe des ESZB zu einer Anpassung der Preise (vgl. oben, Rn. 44) auch auf dem Emissionsmarkt führen.

**71** Auch insoweit kann von *makroökonomischer Vorhersehbarkeit* gesprochen werden, hier aber für die Mitgliedstaaten.

**72** Zwar beinhaltet jeder Einsatz geldpolitischer Instrumente, also auch der Ankauf von Staatsanleihen nach dem PSPP, dass nicht nur auf die Zinssätze und die Refinanzierungsbedingungen der Banken eingewirkt wird, sondern damit zwangsläufig auch auf die Finanzierungsbedingungen des Haushaltsdefizits der Mitgliedstaaten (EuGH, OMT-Urteil vom 16. Juni 2015, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400, Rn. 110).

**73** Jedoch dürfen diese Auswirkungen im Hinblick auf die Zielsetzung des Art. 123 AEUV nicht ein Ausmaß annehmen, durch das den Mitgliedstaaten der Anreiz genommen wird, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, insbesondere nicht dazu führen, dass eine Harmonisierung der Zinssätze für die Staatsanleihen der Mitgliedstaaten unabhängig von den Unterschieden bewirkt wird, die sich aus der makroökonomischen Lage oder der Haushaltslage dieser Staaten ergeben (vgl. EuGH, OMT-Urteil vom 16. Juni 2015, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400, Rn. 113).

**74** Insofern betont der Gerichtshof, dass durch den Erlass und die Durchführung eines Anleihekaufprogramms des ESZB den Mitgliedstaaten nicht ermöglicht werden darf, eine Haushaltspolitik zu verfolgen, die die Tatsache unbe-

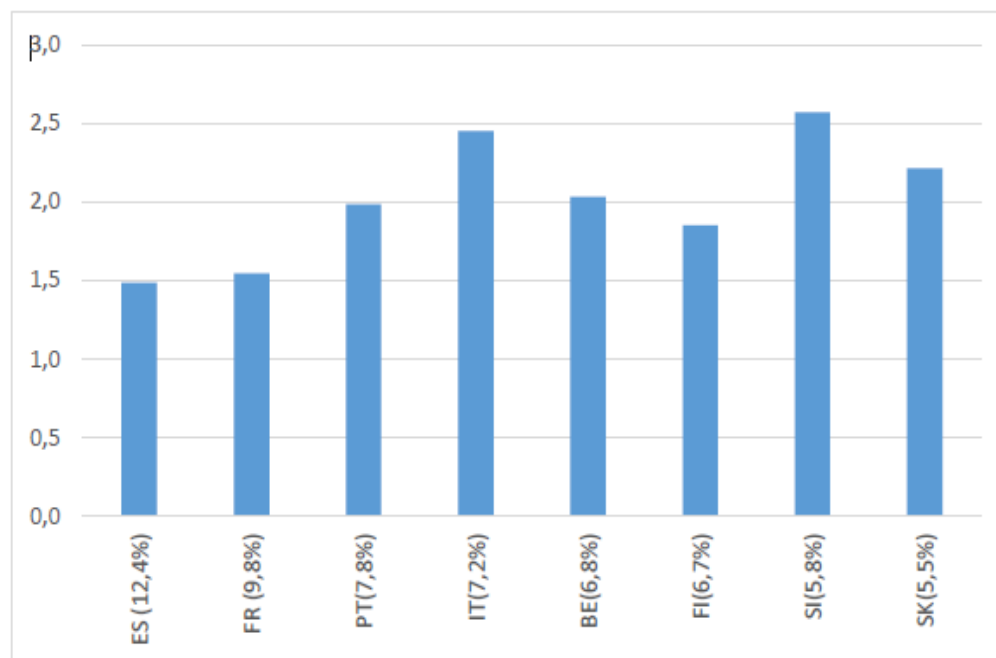
rücksichtigt lassen könnte, dass sie im Fall eines Defizits nach einer Finanzierung auf dem Markt zu suchen haben werden, noch dürfen sie durch ein solches Programm in die Lage versetzt werden können, sich vor den Konsequenzen schützen, die die Entwicklung ihrer makroökonomischen Lage oder ihrer Haushaltslage unter diesem Aspekt mit sich bringen kann (EuGH, OMT-Urteil vom 16. Juni 2015, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400, Rn. 114).

**75** Unter Bezug auf diesen Maßstab haben die hier vertretenen Beteiligten bereits in ihren schriftlichen Erklärungen vom 20. November 2017 anhand und unter Vorlage ökonomischer Analysen ausführlich dargelegt, welche erheblichen Auswirkungen die Staatsanleihekäufe des PSPP auf die fiskalpolitische Lage einzelner Mitgliedstaaten nach sich ziehen:

**76** Mit dem PSPP ist das ESZB auf viele Jahre hinaus der größte Kreditgeber der Euro-Staaten. So hält das Eurosystem mittlerweile Staatsanleihen im Umfang von ca. 17 % der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone. Die aggregierten Haushaltsdefizite aller Euro-Staaten über die Haushaltsjahre 2015 bis 2017 werden durch den ESZB-Bestand an Staatsanleihen 3,3-fach abgedeckt. Demzufolge ist seit 2015 kein Euro-Staat, dessen Emissionen unter dem PSPP ankauffähig sind (ohne Griechenland und Zypern), zur Finanzierung seiner Defizite neben der EZB noch auf andere Kreditgeber angewiesen.

**77** Mit anderen Worten: Seit dem Beginn des PSPP im März 2015 sind die Ankäufe des ESZB für jeden einzelnen Euro-Staat ausreichend, um die seitdem aufgelaufenen neuen Defizite abzudecken. Gerade auch für Euro-Staaten mit den vergleichsweise höchsten Haushaltsfehlbeträgen, wie Spanien, Frankreich, Italien, übersteigen die Anleihekäufe das Dreijahres-Defizit bis 2017 bei Weitem (bis zu ca. 250 %):

## PSPP-Bestände (30.09.2017) / Summe der Haushaltsdefizite 2015-2017



Quelle: Prof. Dr. Friedrich Heinemann, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Die Bedeutung der EZB-Anleihekäufe für die Schuldenfinanzierung der Euro-Staaten, Oktober 2017. In Klammern: Summe der Haushaltsdefizite 2015/2017 in Relation zum BIP 2017. – Analyse dem Gerichtshof bereits mit der schriftlichen Erklärung vom 20. November 2017 vorgelegt.

**78** Demzufolge ist es ganz offensichtlich, dass die Mitgliedstaaten durch das PSPP in die Lage versetzt werden – und darum auch abstrakt-generell wissen, ihre Haushaltspolitik ungeachtet des Risikos festlegen zu können, im Falle eines Defizits unabhängig von der Nachfrage des ESZB nach einer Finanzierung auf dem Markt suchen zu müssen. Denn dieses Risiko besteht nicht, es ist den Mitgliedstaaten in dem Umfang, wie das PSPP die jährliche Neuverschuldung abdeckt, genommen. Es sind diese Auswirkungen des PSPP, die im Widerspruch zu Art. 123 AEUV den Anreiz begründen, eine ungesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.

**79** Damit ist es ebenso ganz offensichtlich, dass die Modalitäten des PSPP keine hinreichenden Garantien aufweisen, um diesen Auswirkungen des Ankaufprogramms vorzubeugen. Insbesondere fehlt es an einer (prozentualen)

Obergrenze der Staatsanleihekäufe in Relation zur Höhe der laufenden Neuverschuldung des Emissionsstaats.

### III.

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

**80** Nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs gehört die Einhaltung einer Mindestfrist zwischen der Ausgabe eines Schuldtitels auf dem Primärmarkt und seinem Ankauf an den Sekundärmärkten zu jenen Bedingungen, die ein Staatsanleihekaufprogramm des ESZB garantieren muss, damit vermieden wird, dass die Interventionen des ESZB an den Sekundärmärkten die gleiche Wirkung haben wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen an den Primärmärkten (EuGH, OMT-Urteil vom 16. Juni 2015, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400, Rn. 105, 106).

**81** In Anbetracht des PSPP trägt die EZB in Rn. 66 (wiederholt in Rn. 89) ihrer schriftlichen Erklärungen vor, dass sich diese Mindest- bzw. Sperrfrist, wie sie in Art. 4 Abs. 1 des PSPP-Beschlusses in Verbindung mit Art. 15 der nicht-öffentlichen „PSPP-Leitlinie“ vom 4. März 2015 festgelegt werde, „eher in Tagen als in Wochen“ bemesse.

**82** Jedoch relativiert die EZB diese Aussage sogleich in Rn. 67 bis 69 ihrer schriftlichen Erklärungen, indem sie ausführt, der Zeitraum, der vom ESZB tatsächlich zwischen der Ausgabe einer Anleihe und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten eingehalten werde, sei „typischerweise wesentlich länger“ und bewege sich meistens „zwischen Wochen und Monaten“.

**83** Zur Begründung dessen wird dargetan, dass sich die täglichen Ankäufe an den Sekundärmärkten der Zentralbanken des Eurosystems auf mehrere in Frage kommende Anleihen und Emittenten verteilen und daher sowohl kürz-



lich begebene als auch länger an den Sekundärmärkten verfügbare Anleihen umfassen würden.

**84** Daraus wird sodann die Schlussfolgerung gezogen, „dass ein Wirtschaftsteilnehmer, der eine Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten kauft, nicht davon ausgehen kann, dass er diese Anleihe zeitnah an die Zentralbanken des Eurosystems verkaufen kann“.

**85** Dieser Argumentation der EZB muss widersprochen werden, weil sie die Wirksamkeit der Mindestfrist-Bedingung nicht zu belegen vermag. Vielmehr ist nachdrücklich darauf hinzuweisen, dass die Einhaltung einer Mindest- oder Stillhaltefrist in der Art, wie sie in den Modalitäten des PSPP vorgesehen wird, nicht geeignet ist, um zu verhindern, dass der Anleihekauf auf den Sekundärmärkten die gleiche Wirkung hat wie ein unmittelbarer Erwerb an den Primärmärkten.

**86** Erstens ist bereits dargelegt worden (oben, Rn. 32 ff.), dass es für diese „gleiche Wirkung“ nicht notwendig darauf ankommen darf, dass ein Wirtschaftsteilnehmer in konkret-individueller Weise darum weiß, dass er eine bestimmte Anleihe an die Zentralbanken des Eurosystems verkaufen kann. Dafür, dass er faktisch wie eine Mittelsperson für das ESZB am Primärmarkt agieren kann, ist es vielmehr hinreichend, dass er infolge der ESZB-Nachfrage die konkret-generelle Gewissheit haben kann, eine bestimmte Anleihe am Sekundärmarkt veräußern zu können (oben, Rn. 37 ff.).

**87** Zweitens ist die Argumentation der EZB, „typischerweise“ sei die vom ESZB eingehaltene Mindestfrist wesentlich länger, offensichtlich nicht geeignet, den Einwand zu widerlegen, dass die Mindestfrist in anderen, womöglich nicht typischen, aber durchaus vorkommenden Fällen sich doch nur „in Tagen“ bemisst oder noch kürzer ausfällt.

**88** Drittens ist aber vor allem darauf hinzuweisen, dass es für die Annahme, der Anleiheerwerb am Sekundärmarkt habe die „gleiche Wirkung“ wie der unmittelbare Anleiheerwerb beim Emittenten, gänzlich ohne Bedeutung ist, ob

sich der Zeitraum, innerhalb dessen der Sekundärmarkterwerb seit dem Emissionsdatum der Anleihe erfolgt, nach Tagen, Wochen oder Monaten bemisst.

**89** Denn für die Gewissheit des Wirtschaftsteilnehmers, die ihn faktisch zur Mittelsperson des ESZB werden lässt, ist allein die Gewissheit hinreichend, dass die emittierte Anleihe jedenfalls irgendwann, d.h. innerhalb eines überschaubaren Zeitraums nicht mehr der Sperrfrist unterliegt und vom ESZB erworben werden kann. Diese Gewissheit über den Fristablauf bestimmt sein Verhalten am Primärmarkt.

**90** Das gilt auch für die Marktpreisbildung. Eine weitergehende Gewissheit darüber, zu welchem Zeitpunkt genau bzw. nach genau wieviel Tagen oder Wochen seit ihrer Emission, eine PSPP-fähige Anleihe auf dem Sekundärmarkt vom ESZB angekauft wird, ist für den Wirtschaftsteilnehmer ökonomisch irrelevant.

**91** Der Grund dafür ist, dass sich die Preise auf den Märkten immer rekursiv bilden, d.h. im Blick auf den imaginären letzten Käufer, seitdem die Anleihe aus dem Zeitfenster der Ankaufsfrist heraus- und in das Zeitfenster eingetreten ist, in dem sie vom ESZB angekauft werden kann.

**92** Die Frage des Gerichtshofs wird daher dahingehend beantwortet, dass es zwar für denkbar und möglich gehalten wird, nach nun mehreren Jahren der Durchführung des PSPP durch Beobachtung der Ankaufspraxis des ESZB die Dauer der Sperrfrist einzuschätzen, dass aber die genauere, in Tagen oder Wochen bezifferte Kenntnis dieser Dauer kein Faktor ist, der für das Marktverhalten der Wirtschaftsteilnehmer von maßgeblicher Bedeutung ist. Infolgedessen ist sie auch für die Frage, ob es den Wirtschaftsteilnehmer durch die Bedingungen des PSPP ermöglicht würde, als Mittelspersonen des ESZB auf den Primärmärkten zu agieren, nicht entscheidungserheblich.

## IV.

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

**93** In Rn. 133 seiner Vorlageentscheidung führt das vorlegende Gericht zu Recht aus, dass die Beschlussfassung des EZB-Rats über Art und Umfang der Risikoteilung zwischen den Mitgliedern des ESZB in Ankaufprogrammen wie demjenigen des PSPP primärrechtlich kaum determiniert ist.

**94** Dieser Umstand könnte eine Änderung der bisherigen PSPP-Regelungen zur Risikoteilung innerhalb des Eurosystems ermöglichen, aus der sich Risiken für die Gewinn- und Verlustrechnung der nationalen Zentralbanken und darüber hinaus für die haushaltspolitische Gesamtverantwortung der nationalen Parlamente ergeben könnten.

**95** Dass der EZB-Rat auch für den Bereich des PSPP eine volle Risikoteilung beschließen könnte, hält das vorlegende Gericht dabei nicht für ausgeschlossen und begründet dies damit, dass eine entsprechende Risikoteilung bei früheren Programmen bereits praktiziert worden sei.

**96** Dazu verweist das vorlegende Gericht konkret auf das (mit Entscheidung des EZB-Rats vom 6. September 2012 eingestellte) Securities Markets Programme – SMP und führt dazu als Beleg den Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank von 2010, S. 175, an. Dort wird wörtlich gesagt: „In Übereinstimmung mit Artikel 32.4 der ESZB-Satzung werden alle Risiken aus diesen Geschäften, sofern sie sich realisieren, nach Maßgabe der jeweils geltenden Anteile am Kapital der EZB unter den nationalen Zentralbanken des Eurosystems aufgeteilt.“

**97** Ein zweites Staatsanleihekaufprogramm, in dem die Regel der Verlustteilung – und zwar als ganz wesentliche Wirksamkeitsbedingung – in Kraft war bzw. ist, ist das (mit Entscheidung des EZB-Rats vom 6. September 2012 angekündigte) Programm zur Durchführung geldpolitischer Outright-Geschäfte – OMTs. Als bislang nicht aktiv gewordenes Programm wird es von dem vorliegenden Gericht allerdings nicht eigens erwähnt.

**98** Dass sich sowohl unter dem SMP als auch unter dem OMT-Programm Risiken für die Gewinn- und Verlustrechnung der nationalen Zentralbanken ergeben konnten bzw. können, folgt ohne Weiteres aus den Regelungen der Art. 32 und 33 der Satzung des ESZB und der EZB zur Verteilung der saldiereten monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken und zur Verteilung etwaiger Verluste der EZB zwischen den nationalen Zentralbanken – bis zur Höhe ihrer monetären Einkünfte – entsprechend ihren jeweiligen Kapitalanteilen an der EZB. Insoweit trifft die Prämisse des vorliegenden Gerichts demnach zu.

**99** Auch die zweite Prämisse, dass sich aus diesen Regeln zur Verlustteilung Risiken für die haushaltspolitische Gesamtverantwortung der nationalen Parlamente ergeben konnten bzw. können, trifft zu.

**100** Denn, wie das vorliegende Gericht in Rn. 125 seiner Vorlageentscheidung ausführt, ist der Ankauf von Staatsanleihen durch das Eurosystem grundsätzlich geeignet, zu haushaltsbedeutsamen Ausgaben oder Einnahmeausfällen zu führen. Jeder Verlust, den eine nationale Zentralbank aus dem Ausfall von für das ESZB angekauften Staatsanleihen erleidet, hat entweder zur Folge, dass sie dem Staatshaushalt ihrer Jurisdiktion nur niedrigere oder keine Gewinne abführen kann, oder gar dazu, dass sich die Notwendigkeit ergeben kann, entstandenes negatives Eigenkapital durch eine Rekapitalisierung aus Mitteln des jeweiligen Staatshaushalts auszugleichen.

**101** Unter dem SMP hatte das ESZB Staatsanleihen im Umfang von insgesamt rund 220 Mrd. Euro angekauft. Bei einem EZB Kapitalanteil der Deutschen Bundesbank von ca. 26 % bezieht sich damit das vorstehend benannte Risiko des deutschen Bundeshaushalts aus dem SMP auf einen Verlustanteil von rd. 57 Mrd. Euro.

**102** Schließlich trifft die Prämisse des vorlegenden Gerichts zu, dass der EZB-Rat nach dem Vorbild von SMP und OMT auch in Anbetracht des PSPP eine vollumfängliche Risiko- bzw. Verlustteilung beschließen könnte.

**103** Diese Möglichkeit betrifft denjenigen 80 %-Anteil des PSPP-Ankaufvolumens, der gegenwärtig dezentral von den nationalen Zentralbanken bevorzugt durch den Ankauf von Anleihen öffentlicher Emittenten des eigenen Hoheitsgebiets erfüllt wird. Mehrfach hat die EZB erklärt, dieser gegenwärtige Stand könne durch Beschluss des EZB-Rates jederzeit geändert werden.

**104** Insoweit ist erneut auf die Erwägungen hinzuweisen, die das vorlegende Gericht in Rn. 130, 131 seiner Vorlageentscheidung angestellt hat (vgl. auch die schriftlichen Erklärungen der hier vertretenen Beteiligten vom 20. November 2017, Rn. 87 bis 90).

**105** Danach ist eine Änderung der Risikoverteilung hin zu einer gemeinschaftlichen Haftung auch für die 80 % der angekauften Staatsanleihen aus der eigenen Jurisdiktion, für die eine gemeinschaftliche Haftung aktuell nicht vorgesehen ist, in den rechtlichen Regelungen des ESZB ebenso wie in den Zielsetzungen des PSPP inhärent angelegt.

**106** Bei einem Ausfall solcher Anleihen ist es nicht nur politisch naheliegend, sondern wegen des monetären Finanzierungsverbots jeder nationalen Zentralbank sogar zwingend, dass der EZB-Rat darauf, weil ein solcher Ausfall nicht in der Bilanz dieser Zentralbank „entsorgt“ werden darf, mit einem Beschluss nach Art. 32 Abs. 4 der Satzung des ESZB und der EZB zur vollen Risikoteilung im ESZB reagiert. Das aber läuft auf eine Umverteilung der Risiken für die Gewinn- und Verlustrechnung der Zentralbanken hinaus, die eine Rekapitalisierung der nationalen Zentralbanken mit staatlichen Haushaltsmitteln in bisher nicht bekannter Größenordnung erforderlich machen könnte.

Marburg, den 30. Mai 2018

(Prof. Dr. Hans-Detlef Horn)

## **Anlagenverzeichnis**

### Anlage 1

Viral V. Acharya / Itamar Drechsler / Philipp Schnabl , A Pyrrhic Victory?  
Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk, April 2013,  
Auszug: Seiten 1, 22, 23, Table 1: Summary Statistics.

### Anlage 2

Prof. Dr. Friedrich Heinemann, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung  
(ZEW), Mannheim, Zur Aufteilung der PSPP-Anleihekäufe auf die Euro-  
Mitgliedstaaten, Januar 2018.