

# **Keine gute Empfehlung für die Demokratie in Europa**

Der Generalanwalt des EuGH zu den Staatsanleihekäufen der EZB

Von *Hans-Detlef Horn*

„Nichts“ könne die Rechtmäßigkeit des – mittlerweile über zwei Billionen Euro schweren – Staatsanleihekaufprogramms (PSPP – Public Sector Purchase Programme) der EZB beeinträchtigen. So lautet das Fazit der Schlussanträge des Generalanwalts am Europäischen Gerichtshof, Melchior Wathelet, vom 4. Oktober 2018 in dem Verfahren über das Vorabentscheidungsersuchen des Bundesverfassungsgerichts. Doch was sich dadurch beeinträchtigt sehen muss, das ist das Rechtsvertrauen in die Demokratie in Europa.

Das Gutachten des Generalanwalts geht jeder kritischen Konfrontation mit dem Rechtsrahmen, den die Mitgliedstaaten der europäischen Geldpolitik gesetzt haben, aus dem Weg. Die „gewichtigen Gründe“, die nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts für ein Überschreiten dieses Rechtsrahmens sprechen, treffen kaum auf Gehör, schon gar nicht die Einwände, die die Beschwerdeführer des Ausgangsverfahrens im Verfahren vor dem Europäischen Gerichtshof unterbreitet hatten. Stattdessen stützt sich die Argumentation des Generalanwalts weitestgehend auf die Stellungnahmen, Handlungserwägungen und Programmanalysen der EZB und gewährt dieser damit eine Deutungshoheit, die der Überlassung einer Kompetenz-Kompetenz faktisch gleichkommt. Das aber widerspricht ganz fundamental dem Gebot, das Agieren der EZB strikt an die Vorgaben der europäischen Vertragsregeln zu binden. Denn nur in den Grenzen dieser Vorgaben ist es hinnehmbar, dass die EZB-Organen weder demokratisch legitimiert noch in ihren Entscheidungen demokratisch verantwortlich sind.

Das apologetische Ansinnen, von dem das Votum des Generalanwalts durchdrungen ist, zeigt sich in besonders frappierender Weise an der Begründung, mit der die Ansicht zurückgewiesen wird, die Staatsanleihekäufe (an den Sekundärmärkten) bewirkten mittelbar das, was unmittelbar (an den Primärmärkten) verboten sei, nämlich eine monetäre Haushaltsfinanzierung durch den Erwerb staatlicher Schuldtitel. Nach den Maßstäben, die der Europäische Gerichtshof insofern schon im Hinblick auf das OMT-Programm der EZB entworfen hatte, ist eine solche gleiche Wirkung dann gegeben, wenn die auf den Kapitalmärkten tätigen Wirtschaftsteilnehmer die Gewissheit haben, dass die Anleihen, die sie aus einer Emission erwerben, anschließend vom Eurosystem angekauft werden, so dass sie faktisch als Mittelspersonen der EZB bzw. des ESZB agieren können. Doch war bislang unklar geblieben, was konkret die Bedingungen sind, unter denen eine solche Gewissheit anzunehmen sein würde. Der Generalanwalt übernimmt hierzu ohne jede weitere Reflektion das Deutungsangebot der EZB: Zwar seien die Ankäufe aufgrund der Ankündigungen und Veröffentlichungen der EZB makroökonomisch vorhersehbar, doch gelte dies nicht „für die mikroökonomische Ebene“. Das genügt dem Generalanwalt („aus meiner Sicht geeignet“). Ein Nachhaken, was das wiederum konkret bedeuten soll, unterbleibt – obwohl gerade diese Frage im Verlauf des Verfahrens vor dem Gerichtshof eine zentrale Rolle gespielt hatte.

Offenbar schwebt dem Generalanwalt hier vor, dass ein Staatsschuldenerwerb an den Sekundärmärkten erst dann das unmittelbare Finanzierungsverbot umgehe, wenn dieser Erwerb so konfiguriert sei, dass sich ein einzelner Wirtschaftsteilnehmer sicher sein könne, dass das Eurosystem ihm exakt jene Anleihe, die er beim Emittenten erwirbt, wieder abkaufen werde. Das aber ist ökonomisch betrachtet ein abwegiges Szenario und behauptet rechtlich eine Anforderung, die das Umgehungsverbot völlig ins Leere laufen lässt.

Natürlich kann es unter den Bedingungen des PSPP keine solche konkret-individuelle Gewissheit geben. Doch das ist auch nicht erforderlich. Denn der Effekt, dass die Marktteilnehmer durch das EZB-Programm zum Erwerb von Staatsanleihen am Primärmarkt veranlasst werden, wird schon dadurch erreicht, dass der Nachfragedruck des Eurosystems über die Informationseffizienz und Marktransparenz der Sekundärmärkte zu einer Angleichung der Preise für Staatsanleihen führt und so für die (konkret-generelle) Gewissheit sorgt, dass erworbene Anleihebestände jedenfalls zu den Konditionen, die das Eurosystem bietet, wieder veräußert werden können. Die Identität des Käufers spielt für einen solchen Handelsinvestor keine Rolle. Deshalb entfaltet sein Agieren unter den Bedingungen des PSPP genauso, wie wenn er wüsste, dass das Eurosystem sein Käufer wäre, die gleiche Wirkung wie ein Direkterwerb von Staatsanleihen, den das Eurosystem ohne diesen Umweg selbst tätigen würde.

Um diesen Effekt weiß natürlich auch die EZB; er gehört ebenso zum Kalkül ihres Ankaufprogramms wie die Tatsache, dass sich darauf auch das Emissionsverhalten der Eurostaaten einrichtet. Deren Haushaltspolitik erhält die stabile Erwartung, dass ihr Verschuldungsbedarf vom Markt aufgenommen wird, und zwar zu den vom Eurosystem bewirkten Preisen. Dementsprechend sind die Refinanzierungskosten der Eurostaaten im Zuge des Ankaufprogramms drastisch gesunken und die Notenbanken der Eurozone zu deren größten Gläubigern geworden. Ökonomische Analysen legen unbestreitbar dar, dass die PSPP-Ankäufe seit ihrem Beginn im März 2015 die seitdem aufgelaufene Neuverschuldung der Eurostaaten bei Weitem kompensieren.

Schon diese Empirie macht offenkundig, dass die Ankaufobergrenze von 33 % pro Emission, die sich die EZB auferlegt hat, entgegen der Ansicht des Generalanwalts keine hinreichende Garantie dafür bietet, den Effekt der mittelbaren Haushaltsfinanzierung zu verhindern. Dazu ist sie ohnehin nicht geeignet. Denn insoweit ist der Anteil, den die PSPP-Ankäufe an der Gesamtemission haben, völlig irrelevant. Worauf es vielmehr ankommt, das ist der Anteil, den sie an dem Anleihevolumen haben, das auf den Sekundärmärkten überhaupt zum Ankauf verfügbar ist, und dieser liegt regelmäßig weit höher als jene 33 %. Eine geeignete Garantie wäre demgegenüber eine (prozentuale) Obergrenze der Staatsanleihekäufe in Relation zur Höhe der laufenden Neuverschuldung des Emissionsstaats. Doch eine solche Vorkehrung ist in den Bedingungen des PSPP nicht enthalten.

Insgesamt: Der Europäische Gerichtshof wäre gut beraten, nicht nur in dieser Hinsicht das Votum des Generalanwalts für keine gute Empfehlung zu halten. Sie führt ihn auf Konfrontationskurs zu den demokratischen Grundlagen der Währungsunion – und den auf ihre Bewahrung zielenden Einwänden des Bundesverfassungsgerichts.

