

Hirdina, Ralph

**Working Paper**

## Rechtliche Überlegungen zu den Euro-Rettungsschirmprogrammen und den jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB

Weidener Diskussionspapiere, No. 41

**Provided in Cooperation with:**

University of Applied Sciences Amberg-Weiden (OTH)

*Suggested Citation:* Hirdina, Ralph (2014) : Rechtliche Überlegungen zu den Euro-Rettungsschirmprogrammen und den jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB, Weidener Diskussionspapiere, No. 41, ISBN 978-3-937804-43-9, Ostbayerische Technische Hochschule Amberg-Weiden (OTH), Weiden i.d.OPf.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/98721>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**OTH**

Amberg-Weiden

# im Dialog

Weidener Diskussionspapiere

**Rechtliche Überlegungen zu den  
Euro-Rettungsschirmprogrammen und den  
jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB**

**Prof. Dr. Ralph Hirdina**

**Diskussionspapier Nr. 41  
Juni 2014**

## Impressum

Herausgeber                      Prof. Dr. Franz Seitz und Prof. Dr. Horst Rottmann

Ostbayerische Technische Hochschule Amberg-Weiden

University of Applied Sciences, Abt. Weiden

Hetzenrichter Weg 15, D-92637 Weiden

Telefon: +49 961 382-0

Telefax: +49 961 382-2991

e-mail: [weiden@oth-aw.de](mailto:weiden@oth-aw.de)

Internet: [www.oth-aw.de](http://www.oth-aw.de)

Druck                      Hausdruck

Die Beiträge der Reihe "OTH im Dialog: Weidener Diskussionspapiere" erscheinen in unregelmäßigen Abständen.

Bestellungen schriftlich erbeten an:

Ostbayerische Technische Hochschule Amberg-Weiden

Abt. Weiden, Bibliothek, Hetzenrichter Weg 15, D-92637 Weiden

Die Diskussionsbeiträge können elektronisch unter [www.oth-aw.de](http://www.oth-aw.de) abgerufen werden.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung vorbehalten. Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

ISBN 978-3-937804-43-9

# Rechtliche Überlegungen zu den Euro-Rettungsschirmprogrammen und den jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB

Ralph Hirdina \*

June 2014

University of Applied Sciences Aschaffenburg  
Würzburger Str. 45  
D- 63743 Aschaffenburg  
Germany  
[ralph.hirdina@h-ab.de](mailto:ralph.hirdina@h-ab.de)

## Abstract:

The European Stability Mechanism (ESM) is a permanent financing mechanism with the task to support euro area Member States by financing their loans in case they have problems to finance their debt in the private financial markets.

Before installing the ESM the European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) and the European Financial Stability Facility (EFSF) were installed to help Ireland, Portugal and Greece to finance their public debt.

The German State is part of the above mentioned financing mechanisms. The political and legal discussion, whether financial solidarity between euro area Member States is allowed or not by the European treaties is still running. The “Bundesverfassungsgericht”, the German constitutional court, ruled, that the above mentioned programmes are consistent with the German Constitution.

In addition to the financial support between euro area Member States the ECB installed the Outright-Monetary-Transactions-Programme (OMT). This means that the ECB will buy debt loans of euro area member states in a crisis, if necessary, to stable the euro zone. The OMT-Programme is not limited in volume. The OMT-Programme of the ECB was submitted to the “Bundesverfassungsgericht” with the argument the ECB isn’t allowed by European law to finance the debt of euro area Member States.

The “Bundesverfassungsgericht” brought the case to the European Court, which now has to judge if the ECB transgressed its mandate set by European law.

What are the legal aspects to assess whether the financial mechanisms EFSM, EFSM and ESM and the OMT-Programme of the ECB are consistent with European law?

Keywords: European Stability Mechanism, Outright-Monetary-Programme, Legal Aspects

JEL: G28, P1

---

\* Der Autor hat an der Hochschule Aschaffenburg für angewandte Wissenschaften eine Professur für Wirtschaftsprivatrecht und Arbeitsrecht.

**Deutscher Abstract:**

Zur Rettung der Eurostaaten Irland, Portugal und Griechenland wurden die nicht dauerhaften Rettungsschirmprogramme EFSM (Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus) und EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) aufgelegt. Um Maßnahmen der finanziellen Solidarität zwischen Euroteilnehmerstaaten dauerhaft einzurichten, wurde der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) ins Leben gerufen.

Parallel zu den Rettungsschirmprogrammen der Euroländer beschloss die EZB ihr Outright-Monetary-Transactions-Programm (OMT). Dieses ermächtigt die EZB, Staatsanleihen von Euroteilnehmerstaaten auf dem Sekundärmarkt notfalls in unbegrenzter Höhe anzukaufen.

Die Frage, ob die Rettungsschirmprogramme gegen die „No-bail-out-Klausel“ verstoßen, die besagt, dass weder die Europäische Union noch die Mitgliedstaaten für die Schulden eines anderen Mitgliedstaates automatisch haften, ist rechtlich, obwohl das Bundesverfassungsgericht darüber entschieden hat, immer noch in der Diskussion.

Die Frage, ob die EZB mit ihrem OMT-Programm ihr Mandat überdehnt, wird rechtlich intensiv diskutiert und liegt inzwischen dem Europäischen Gerichtshof zur Entscheidung vor.

Die rechtliche Beurteilung der Euro-Rettung tritt zunehmend in den Vordergrund. Vor diesem Hintergrund sind rechtliche Überlegungen anzustellen, ob die Rettungsschirmprogramme und das OMT-Programm der EZB auf rechtssicherem Boden stehen.

# Rechtliche Überlegungen zu den Euro-Rettungsschirmprogrammen und den jüngsten, teilweise bislang nur angekündigten geldpolitischen Maßnahmen der EZB<sup>1</sup>

## I. Einleitung

Die im Zuge der Finanzkrise aus dem Jahre 2007 ausgelöste Euro-Staatsschuldenkrise fordert die Solidarität zwischen den Euro-Mitgliedstaaten ein, um die Gemeinschaftswährung zu retten. Die ersten Stützungsmaßnahmen erfolgten über die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und den europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM). Der EFSM steuerte als EU-Gemeinschaftsinstrument zu dem im Jahre 2010 temporär errichteten Euro-Schutzschirm (EFSF) 60 Milliarden Euro bei. Der deutsche Finanzierungsanteil am EFSM lag bei circa 20% entsprechend dem deutschen Anteil am EU-Haushalt.<sup>2</sup> Der volumenmäßig größere Schutzschirm EFSF flankierte den EFSM bis Mitte 2013 mit einem Ausleihvolumen von insgesamt 440 Milliarden Euro und einem maximalen Garantierahmen von 780 Milliarden Euro.<sup>3</sup> Der dauerhafte Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) mit einem genehmigten Stammkapital von 700 Milliarden Euro hat inzwischen die Rettungsschirme EFSF und EFSM abgelöst. Finanzhilfen aus den Rettungsschirmen EFSF und EFSM mussten die Programmländer Irland und Portugal in Anspruch nehmen, Griechenland aus dem EFSF.<sup>4</sup> Spanien und Zypern erhielten Finanzhilfen aus dem ESM.<sup>5</sup>

Die Finanzhilfen aus den Rettungsschirmen wurden durch Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) begleitet, die hinsichtlich ihres geldpolitischen Charakters umstritten sind.<sup>6</sup> Zunächst beschloss der EZB-Rat im Mai 2010 das SMP (Securities Markets Programme) zum Aufkauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt, um Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken. Am 06.09.2012 hat der EZB-Rat das im Mai 2010 aufgelegte SMP-Programm (Securities Markets Programme) eingestellt. Das Programm zielte darauf ab, Störungen an Wertpapiermärkten zu beheben und einen angemessenen geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen. Das

---

<sup>1</sup> Ich danke Thomas Jost für wertvolle Hinweise

<sup>2</sup> [http://www.bundesregierung.de/Webs/Breg/DE/Themen/Euro/EFSFundESM/esm\\_efsm\\_efsf\\_node.html](http://www.bundesregierung.de/Webs/Breg/DE/Themen/Euro/EFSFundESM/esm_efsm_efsf_node.html), abgerufen am 23.05.14

<sup>3</sup> a.a.O.

<sup>4</sup> [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Zahlen\\_und\\_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Zahlen_und_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.html), abgerufen am 23.05.14; Programmvolumen für Irland aus EFSF, EFSM, IWF und bilateralen Hilfen 67,5 Mrd. Euro; Programmvolumen für Portugal aus EFSF, EFSM, IWF 79,5 Mrd. Euro; Programmvolumen für Griechenland aus EFSF und IWF 163,7 Mrd. Euro.

<sup>5</sup> [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Zahlen\\_und\\_Fakten/europaeische-finanzhilfen-esm.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Zahlen_und_Fakten/europaeische-finanzhilfen-esm.html), abgerufen am 23.05.14; Programmvolumen für Spanien 41,4 Mrd. Euro; Programmvolumen für Zypern 9 Mrd. Euro.

<sup>6</sup> Vgl. Interview mit Bundesbankpräsident Jens Weidmann mit Market News International am 24.04.2014, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2014\\_03\\_25\\_weidmann\\_mni.html?view=render%5BDruckversion%5D](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2014_03_25_weidmann_mni.html?view=render%5BDruckversion%5D), abgerufen am 23.05.14

Programm war volumenmäßig begrenzt. Der Bestand an Staatsanleihen, die über das Programm in das Eurosystem übernommen wurden, beläuft sich auf circa 210 Milliarden Euro. Die Wertpapiere im SMP-Portfolio werden bis zur Endfälligkeit gehalten.<sup>7</sup>

Mit der Einstellung des SMP-Programms beschloss der EZB-Rat das OMT-Programm (Outright Monetary Transactions). Demnach kann die EZB geldpolitische Outright-Geschäfte am Sekundärmarkt für Staatsanleihen tätigen. Eine Begrenzung des Outright-Transaktions-Volumens ist nicht vorgesehen. Voraussetzung ist allerdings, dass zwischen den Outright-Geschäften der EZB und den Programmen der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) bzw. dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) eine strenge und wirksame Konditionalität verbunden ist<sup>8</sup>, die zur Zeit von der „Troika“ erarbeitet und dann überwacht wird. Das heißt, Outright-Geschäfte sollen EFSF-Hilfen bzw. ESM-Hilfen flankieren. Damit verbindet die EZB ihr OMT-Programm mit der Einhaltung der Auflagen der EFSF- bzw. ESM-Programme für kreditnehmende Krisenländer.

Die vorgenannten geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) und das von der EZB angekündigte Outright-Monetary-Transactions- Programm (OMT) sollen im Folgenden einer rechtlichen Betrachtung unterzogen werden.

## **II. Rechtliche Überlegungen**

### **1. Aspekt: Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten; Aufkündigung der Solidarität**

Art. 3 Abs. 3 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) schreibt ausdrücklich fest, dass die Europäische Union den wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten fördert. Art. 3 AEUV steht im Titel I „Gemeinsame Bestimmungen“. Hieraus könnte geschlossen werden, dass die Union über ihre Organe Maßnahmen der Solidarität beschließen und umsetzen kann bzw. sogar muss, bspw. auch den Kauf von Staatsanleihen von Euro-Teilnehmerländern über die EZB, die sich am Kapitalmarkt zu angemessenen Konditionen nicht mehr refinanzieren können. Hiergegen ist allerdings einzuwenden, dass der AEUV für die Währungspolitik spezielle Vorschriften enthält, in deren Rahmen sich das Europäische System der

---

<sup>7</sup> <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Geldpolitik/Outright-Geschaefte/outright-geschaefte.html?view=render%5BDruckversion%5D>, abgerufen am 22.05.14

<sup>8</sup> <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Geldpolitik/Outright-Geschaefte/outright-geschaefte.html?view=render%5BDruckversion%5D>, abgerufen am 22.05.14

Zentralbanken( ESZB) bewegen muss.<sup>9</sup> Das Prinzip der Solidarität erlaubt es hingegen den Euroteilnehmerstaaten, sich gegenseitig bspw. über Rettungsschirme zu unterstützen, wenn einzelne Teilnehmer in Schieflage geraten. Um Maßnahmen der Solidarität zwischen Euroteilnehmerstaaten über den dauerhaften Rettungsschirm ESM ein eindeutiges rechtliches Fundament zu geben, nahm der Rat den Beschluss 2011/199/EU zur Änderung des Art. 136 AEUV hinsichtlich eines Stabilitätsmechanismus für Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, an. Art. 136 AEUV wurde dadurch folgender Absatz 3 angefügt: „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“<sup>10</sup> Insbesondere die BRD drängte auf eine Ergänzung des Art. 136 AEUV um den vorgenannten Absatz 3, da die rechtliche Zulässigkeit der Euro-Rettungsmaßnahmen über die EFSF und den ESM immer wieder mit dem Hinweis, derartige Maßnahmen würden gegen das Verbot der „No-bail-out-Klausel“ aus Art. 125 AEUV verstoßen, in Zweifel gezogen wurde. Mit der „No-bail-out-Klausel“ des Vertrages von Lissabon sollte gewährleistet werden, dass die Mitgliedstaaten selbst für die Rückzahlung ihrer Schulden verantwortlich bleiben.<sup>11</sup> Das Bundesverfassungsgericht billigte die deutschen Griechenlandhilfen aus dem zeitlich begrenzten Rettungsschirm EFSF unter Beachtung folgender Grenze: Der Bundestag darf keinen Mechanismen zustimmen, die zu nicht überschaubaren Belastungen für den Bundeshaushalt führen können. Jede Finanzhilfe größeren Umfangs muss vom Bundestag bewilligt werden. Die Abgeordneten müssen die Kontrolle über fundamentale haushaltspolitische Entscheidungen behalten.<sup>12</sup>

Die Ergänzung des Art. 136 AEUV um einen Absatz 3 ist zu begrüßen, wäre nach hier vertretener Ansicht aber nicht zwingend erforderlich, um den ESM auf rechtssicheren Boden zu stellen. Denn die „No-bail-out- Klausel“ besagt nur, dass weder die Europäische Union noch die Mitgliedstaaten für die Schulden eines anderen Mitgliedsstaates automatisch haften, das bedeutet aber noch kein Verbot, einem Mitgliedsstaat über Kredite oder Bürgschaften Finanzhilfen zu geben. Wenn Mitgliedsstaaten schon Drittstaaten Finanzhilfen gewähren

---

<sup>9</sup> So auch Griller in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, 52. EL. 2014, Art. 127 AEUV, C.Zielbestimmungen Rn 16: Art. 3 AEUV, der an der Spitze der vertragsprägenden allgemeinen Grundsätze steht, wird durch Art. 119, 120 bis 127 AEUV konkretisiert.

<sup>10</sup> EU ABl. L 91 vom 6.4.2011, S. 2

<sup>11</sup> <http://www.eu-direct.info/aktuelles-3/esm-vertrag-unterzeichnet-vertrag-zur-einrichtung-eines-europaeischen-stabilitaetsmechanismus-930.html>, abgerufen am 22.05.14

<sup>12</sup> BVerfGE Az 2 BvR 987/10, 2 BvR 1485/10, 2 BvR 1099/10



dürfen oder aber finanziellen Beistand bei Drittstaaten oder dem IWF erbeten dürfen, dann muss dies erst recht unter Mitgliedstaaten der Europäischen Union gelten.<sup>13</sup>

Parallel zum ESM-Vertrag hat der Rat im Dezember 2011 einen sog. Fiskalpakt, Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (VSKS) beschlossen. Der Fiskalpakt soll dazu beitragen, eine engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik im Euro-Währungsgebiet zu entwickeln, um eine dauerhafte, gesunde und stabile Verwaltung der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten und so eine der Hauptursachen der finanziellen Instabilität anzugehen.<sup>14</sup> Kernregelungspunkt des Fiskalpaktes ist die Herbeiführung ausgeglichener Staatshaushalte.

Der ESM-Vertrag sieht für die ESM-Mitglieder, die Euro-Teilnehmerstaaten, kein Recht zur Kündigung des Vertrages vor. Die ESM-Mitgliedschaft kann ein Euro-Teilnehmerstaat damit nicht ohne Weiteres beenden. Gleiches gilt für den Fiskalpakt. Es gelten die Grundsätze aus Art. 54 ff. der Wiener Vertragsrechtskonvention (WKV), wonach völkerrechtliche Verträge, die keine Kündigungsmöglichkeit vorsehen, regelmäßig nur einvernehmlich nach Art. 54 WKV oder bei einer erheblichen Vertragsverletzung nach Art. 60 WKV suspendiert oder gekündigt werden können. Zu beachten ist allerdings, dass Art. 50 EUV als Spezialnorm<sup>15</sup> zu den Bestimmungen der WKV ein Austrittsrecht für EU-Mitgliedstaaten aus der Europäischen Union statuiert. Eine Aufkündigung des ESM-Vertrages und des Fiskalpaktes ließe sich daher allenfalls nach den Mechanismen eines Austritts aus dem Euro und der Gemeinschaft rechtfertigen, sofern man einen solchen überhaupt für zulässig erachtet. Denn Art. 50 EUV wird auch in einem kaum auflösbaren Spannungsverhältnis zu der nach Art. 356 AEUV zeitlich unbegrenzte Geltung der EU-Verträge gesehen.<sup>16</sup>

## **2. Aspekt: Keine Vergemeinschaftung der Schulden**

Art. 125 AEUV bestimmt im Kerngehalt, dass weder die Union noch ein Mitgliedstaat für die Verbindlichkeiten des anderen Mitgliedstaates haftet. „Die ratio legis dieser Vorschrift ist, dass weder Gläubiger noch Schuldnerstaat damit rechnen dürfen, dass die Union oder andere Mitgliedstaaten für die eingegangenen Verpflichtungen aufkommen werden.“<sup>17</sup> Die Solidarität gegenüber einem anderen Mitgliedstaat kann demnach nicht darin bestehen, dessen Schulden zu bedienen, weder direkt noch indirekt über das System des ESZB. Unbenommen

---

<sup>13</sup> So auch Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 125 AEUV, Rn 32

<sup>14</sup> Vgl. Abs. 5 der Präambel zum ESM-Vertrag

<sup>15</sup> Dörr in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 50 EUV, Rn 12

<sup>16</sup> Calliess, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 50 EUV Rdnr.9 m.w.N in Dörr in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 50 EUV, Rn 8

<sup>17</sup> Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 125 AEUV, Rn 10

bleibt es Mitgliedstaaten hingegen, anderen Mitgliedsstaaten finanzielle Hilfe, bspw. über Euro-Rettungsschirme zuteil werden zu lassen.<sup>18</sup> Für die im Mai 2010 beschlossenen Rettungsmaßnahmen (EFSF und ESM) wurden rechtliche Lösungen gefunden, die eine nach Art. 125 AEUV verbotene Haftungsübernahme vermeiden helfen. Denn die Euro-Staaten haben sich bei der in Luxemburg angesiedelten Zweckgesellschaft, die die Rettungsschirme verwaltet, lediglich verpflichtet, für deren Anleihen am Kapitalmarkt mit einem bestimmten Beitragsschlüssel zu haften.<sup>19</sup> Nach Art. 8 Abs. 5 S. 1 des ESM-Vertrages<sup>20</sup> bleibt die Haftung eines jeden Mitgliedsstaates unter allen Umständen auf seinen Anteil am genehmigten Stammkapital begrenzt. Art. 8 Abs. 5 S. 2 des ESM-Vertrages bestimmt, dass kein ESM-Mitglied aufgrund seiner ESM-Mitgliedschaft für die Verpflichtungen des ESM, der nach Art. 32 Abs. 2 des ESM-Vertrages volle Rechtspersönlichkeit besitzt, haftet. Nach Art. 8 Abs. 1 des ESM-Vertrages beträgt das genehmigte Stammkapital des ESM 700 Milliarden Euro. Der deutsche Beitragsschlüssel zum ESM beträgt laut Anhang I zum ESM-Vertrag 27,1464 %. Der ESM-Vertrag bedeutet damit keine Vergemeinschaftung der Schulden der Euro-Teilnehmerstaaten, sondern die Ausstattung einer Finanzinstitution mit eigener Rechtspersönlichkeit mit eigenen Finanzmitteln, die ihrerseits an Euro-Teilnehmerstaaten Kredite geben kann.

### **3. Aspekt: Vermeidung übermäßiger Defizite**

Nach Art 126 AEUV sind die Mitgliedstaaten verpflichtet, übermäßige Defizite<sup>21</sup> zu vermeiden. In diesem Zusammenhang wird ein Verfahren zur Überwachung und Sanktionierung übermäßiger Defizite eingeführt. Damit ist jeder Mitgliedstaat schon aus seiner eigenen Solidaritätspflicht heraus verpflichtet, zum Wohle der Gemeinschaft ein übermäßiges Defizit zu vermeiden.<sup>22</sup> Die Vermeidung übermäßiger öffentlicher Defizite gilt für alle Mitgliedstaaten, unabhängig, ob sie der Eurozone angehören oder nicht.<sup>23</sup> Aus Art. 126 Abs. 9 AEUV ist klar zu schließen, dass Maßnahmen des Defizitabbaus als Bestandteil

---

<sup>18</sup> Bandilla, Art. 125 AEUV, Rn 11

<sup>19</sup> Bandilla, Art. 125 AEUV, Rn 22, 23

<sup>20</sup> [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Finanzhilfe\\_mechanismen/2012-01-27-esm-anl.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&\\_\\_blob=publicationFile&\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Finanzhilfe_mechanismen/2012-01-27-esm-anl.pdf?__blob=publicationFile&__blob=publicationFile&__blob=publicationFile), abgerufen am 22.05.14

<sup>21</sup> Die Referenzwerte zur Bestimmung eines übermäßigen Defizit sind im Protokoll (Nr. 12) über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit festgelegt: Art. 1 bestimmt: Die in Art. 126 Abs. 2 AEUV genannten Referenzwerte sind 3% für das Verhältnis zwischen dem geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizit und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen sowie 60% für das Verhältnis zwischen öffentlichem Schuldenstand und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen.

<sup>22</sup> Nicolaysen, Rechtsfragen, S. 33; Kempen, in: Streinz, EUV/EGV, Art. 104 EGV Rn 4; Häde, in: Calliess/Ruffert, EUV/EGV, Art. 104 EGV Rn 8; Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 126 AEUV, Rn 43

<sup>23</sup> Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 126 AEUV, Rn 44

einer Stabilitätspolitik alternativlos zur einer exzessiven Schuldenpolitik sind. Stabilität statt übermäßiger Verschuldung ist der Geist des Vertrages.<sup>24</sup>

#### **4. Aspekt: Ermessensspielraum der EZB, aber nur im Rahmen ihres Mandats**

Art. 127 Abs. 1 AEUV beschreibt die vorrangigen Ziele des ESZB: Vorrangiges Ziel ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Soweit das Ziel der Preisstabilität nicht beeinträchtigt ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um die in Art. 3 AEUV festgelegten Ziele der Union zu verwirklichen. Ausdrücklich ist in Art. 3 Abs. 4 AEUV die Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion, deren Währung der Euro ist, genannt. Genannt ist in Art. 3 Abs. 3 AEUV als Ziel eine nachhaltige Entwicklung Europas, die auf der Grundlage eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums und von Preisstabilität und auf einer in hohem Maße wettbewerbsfähigen sozialen Marktwirtschaft beruht, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt.

Die vom ESZB zu verfolgenden Ziele können durchaus eine Spannungslage bzw. einen Zielkonflikt implizieren. Denn vorrangig ist die Preisstabilität zu erhalten, aber auch die allgemeine Wirtschaftspolitik zu unterstützen. Die Lösung von Spannungslagen bzw. Zielkonflikten steht im politischen Ermessen des ESZB. Auf dem Gebiet der Währungspolitik besteht ein sehr großer Ermessensspielraum.<sup>25</sup> Der sehr große Ermessensspielraum der EZB auf dem Gebiet der Geld- und Währungspolitik entbindet sie aber nicht von der Pflicht, die ihr im europäischen Regelwerk auferlegten Grenzen für ihr Mandat strikt zu beachten, zumal sie mit Blick auf ihre Unabhängigkeit auch nicht der Kontrolle des parlamentarischen Budgetrechts unterliegt. Die zahlreichen Interdependenzen zwischen Fiskal- und Geldpolitik sprechen zwar dafür, dass dem AEUV keine Isolierung der Geldpolitik von anderen wirtschaftspolitischen Zielen der EU entnommen werden kann<sup>26</sup>, andererseits aber die EZB ihr rechtlich eingegrenztes Mandat nicht überschreiten darf.

Da derzeit in der Eurozone eine sehr geringe Inflationsrate besteht<sup>27</sup> und damit Preisstabilität<sup>28</sup> gewährleistet ist, könnte man darauf schließen, dass die Rettung von Euro-Krisenstaaten über Notenbankhilfen nicht im Zielkonflikt mit der vorrangigen Aufgabe des

---

<sup>24</sup> Vgl. zur Vermeidung eines übermäßigen Defizits: Nicolaysen, Rechtsfragen, S. 33; Kempen, in: Streinz, EUV/EGV, Art. 104 EGV Rn 4; Häde, in: Calliess/Ruffert, EUV/EGV, Art. 104 EGV Rn 8; Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 126 AEUV, Rn 43

<sup>25</sup> Griller in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 127 AEUV, Rn 26

<sup>26</sup> Griller in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 127 AEUV, Rn 28

<sup>27</sup> <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/72328/umfrage/entwicklung-der-jaehrlichen-inflationsrate-in-der-eurozone/>: Für April 2014 wird eine Inflationsrate von 0,7% ausgewiesen.

<sup>28</sup> [http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp\\_002.de.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp_002.de.html): Der EZB-Rat hat im Oktober 1998 beschlossen, dass im Euro-Währungsgebiet Preisstabilität vorliegt, wenn der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr unter 2% liegt. Die Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.

ESZB der Gewährleistung von Preisstabilität steht. Aktionen des ESZB müssen sich aber strikt im Rahmen des Mandats des AEUV zur Geld- und Währungspolitik bewegen, das in Art. 119 AEUV, Art. 127 bis 133 AEUV und im ESZB-Statut näher umrissen ist. Die Unabhängigkeit der EZB mit ihrem weiten geldpolitischen Ermessensspielraum ist nur und ausschließlich für die Erfüllung ihrer besonderen Aufgaben nach dem AEUV und des ESZB-Statuts gewährleistet, da sie auf diesen Aktionsfeldern gerade nicht der Kontrolle des parlamentarischen Budgetrechts unterliegt. Die Freiheit des geldpolitischen Ermessensspielraums der EZB muss zwingend an den klar umrissenen Grenzen ihres Mandats enden. Die EZB darf sich nicht über die ihr durch den AEUV und das ESZB-Statut gesetzten Grenzen hinwegsetzen<sup>29</sup>, auch nicht auf indirektem Weg. Die selektive Rettung einzelner Euro-Teilnehmerstaaten durch die EZB sieht das im AEUV und dem ESZB-Statut doch recht klar umrissene Mandat des ESZB nicht vor. Den ökonomischen Rahmen für eine Gemeinschaftswährung muss die Fiskalpolitik schaffen, dem ESZB bleibt hingegen nur die Durchführung der Geldpolitik in diesem fiskalpolitischen, bislang nicht ideal verwirklichten Konvergenzrahmen. Die strikte Einhaltung des Mandats durch die EZB ist nach Art. 263 Abs. 1 AEUV justitiabel, also die Frage, ob sich die EZB an die ihr durch den AEUV und das ESZB-Statut gesteckten Grenzen gehalten hat.

### **5. Aspekt: Verstoß gegen das Prinzip der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb und gegen den Grundsatz der einheitlichen Geldpolitik sowie gegen das Prinzip der gesunden öffentlichen Finanzen**

Nach Art. 127 Abs. 1 S. 2 AEUV handelt das ESZB im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz von Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Art. 119 AEUV genannten Grundsätze. Die wesentlichen in Art. 119 AEUV genannten Grundsätze sind: Enge Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten, offene Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, Euro als einheitliche Währung, Festlegung und Durchführung einer einheitlichen Geld- und Wechselkurspolitik, stabile Preise, gesunde öffentliche Finanzen, monetäre Rahmenbedingungen und tragfähige Zahlungsbilanz. Das ESZB ist verpflichtet, neben der vorrangigen Herstellung von Preisstabilität, sich an die Grundsätze „einheitliche Geld- und Wechselkurspolitik“, „offene Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“ und „gesunde öffentliche Finanzen“ zu halten.

---

<sup>29</sup> Griller/Dutzler in Grabitz/Hilf, Das Recht der Europäischen Union, Art. 108 EGV (Nizza-Fassung, 40. Aufl. 2009), Rn 27 m.w.N.: Rs. C-11/00, Kommission/EZB, Slg. 2003, I-7147, Rdnr. 135; Herrmann, EFARev 2002, 1, 8; Amtenbrink/de Haan, CMLR 2002, 65, 69 ff.

Nach Art. 127 Abs. 2 AEUV ist es grundlegende Aufgabe des ESZB die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen. Die Geldpolitik für Eurostaaten ist nach Art. 3 Abs. 1 lit.c i.V.m. Art. 119 Abs. 2 AEUV eine ausschließliche Unionskompetenz der EZB. Auf der Grundlage der Kompetenz einer einheitlichen Geldpolitik hat die EZB ab 2010 die Mindestanforderungen für die Bonitätsschwellen für marktfähige Sicherheiten ausgesetzt, um die Zinssätze der an den Finanzmärkten unter Druck geratenen Eurostaaten Griechenland, Irland und Portugal zu stabilisieren. Auch der Kauf von Schuldverschreibungen von Eurostaaten am Sekundärmarkt Ende 2011 wurde auf Art. 127 Abs. 2 AEUV gestützt, auch die zeitlich befristete Erleichterung von Refinanzierungsgeschäften.<sup>30</sup>

Kann sich ein Teilnehmerstaat des Euro an den Kapitalmärkten nicht mehr zu für ihn tragfähigen Konditionen refinanzieren und leistet die EZB durch die Aufweichung von Bonitätskriterien für Sicherheiten oder durch die Ankündigung des Kaufs von Staatsanleihen am Sekundärmarkt (OMT-Programm) Schützenhilfe, könnte dies gegen den Grundsatz der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb und den Grundsatz der einheitlichen Geldpolitik verstoßen.

Ein Verstoß gegen den Grundsatz der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb ergibt sich aus folgender Überlegung: Das Leitbild der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb umfasst eine nach außen gegenüber Drittstaaten und nach innen in der EU offene Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb.<sup>31</sup> Staaten sind auch Marktakteure und dürfen über eine gezielte Schützenhilfe der EZB nicht subventioniert werden. Ein dauerhaft niedriges Zinsniveau durch die EZB greift mit Blick darauf, dass kriselnde Staaten ansonsten ihren Zinsverpflichtungen aus Staatsschuldverschreibungen nicht mehr nachkommen könnten, in das Prinzip der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb ein, da für privates Finanzierungskapital am Kapitalmarkt als Folge keine marktgerechten Renditen mehr erzielt werden können.

Die Entgegennahme von Staatsanleihen kriselnder Euro-Teilnehmerstaaten durch die EZB als Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften und der Einsatz des OMT-Programms gezielt für Krisenstaaten könnten auch gegen den Grundsatz der einheitlichen Geldpolitik verstoßen. Der von der EZB für den Euroraum festgelegte Refinanzierungszinssatz soll einheitlich sein. Dies bedeutet, dass Banken der Eurozone zu einem einheitlichen Zinssatz Notenbankkredite über Fazilitäten in Anspruch können. Notenbankgeld über Fazilitäten erhalten nur solche Banken,

---

<sup>30</sup> Griller in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 127 AEUV, Rn 35 mit Verweis auf: EZB/2010/3; aufgehoben bzw. ersetzt durch EZB/2012/2 und EZB/2012/3; EZB 2011/4; EZB 2011/10; EZB 2011/17; EZB 2011/25 und EZB 2012/4

<sup>31</sup> Häde, in: Calliess/Ruffert, EUV/EGV, Art. 4 EGV Rn 10; Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 119 AEUV, Rn 25

die bonitätsmäßig gute Sicherheiten hinterlegen können. Das Einreichen von Staatsanleihen kriselnder Eurostaaten als Sicherheiten im Zusammenhang mit der Gewährung von Notenbankkrediten verstößt gegen den Grundsatz der einheitlichen Geldpolitik. Denn auch die Besicherung der Notenbankkredite zu gleichen Bedingungen ist Teil der einheitlichen Geldpolitik. Kauft die EZB gezielt Staatsanleihen kriselnder Eurostaaten auf, verstößt auch dies gegen den Grundsatz der einheitlichen Geldpolitik. Die einheitliche Geldpolitik darf den Kanal für Notenbankliquidität nicht einseitig für einzelne Wirtschaftsräume im Eurogebiet öffnen. Der gezielte Aufkauf von Staatsanleihen einzelner Eurokrisenstaaten bedeutet dies aber. Denn durch den gezielten Aufkauf von Staatsanleihen kriselnder Eurostaaten am Anleihemarkt wird tendenziell dem nationalen Bankensystem, das diese Staatsanleihen hält, außerhalb eines Notenbankkreditverfahrens zusätzliche Liquidität zu nicht marktkonformen Konditionen zugeführt, die das nationale Bankensystem weder in einem Verfahren zur Inanspruchnahme von Notenbankfazilitäten noch am privaten Finanzierungsmarkt erhalten bzw. zu den günstigen Konditionen erhalten hätte. Dies bedeutet faktisch die Abkehr von einer einheitlichen Geldpolitik. Die Verwendung des Singulars in Art. 127 Abs. 2 erster Spiegelstrich AEUV „die Geldpolitik festzulegen und auszuführen“ bedeutet, dass die Geldpolitik der EZB einheitlich sein muss<sup>32</sup> und nicht aus mehreren Geldpolitiken für die unterschiedlichen Euro-Teilnehmerstaaten zusammengesetzt sein darf.

Zu guter Letzt könnte die Hereinnahme von bonitätsmäßig schlechten Staatsanleihen im Wege von Refinanzierungsgeschäften und das OMT-Programm der EZB gegen den Grundsatz verstoßen, dass das ESZB auch dem Prinzip der gesunden öffentlichen Finanzen verpflichtet ist. Garantiert die EZB den Aufkauf von Staatsanleihen bestimmter Euroländer in unbegrenzter Höhe<sup>33</sup>, verstößt dies gegen den Grundsatz gesunder öffentlicher Finanzen. Denn der Grundsatz gesunder öffentlicher Finanzen bedeutet gemäß Art. 126 Abs. 2, Art. 140 AEUV i.V.m. Protokoll 12 zum Defizitverfahren jedenfalls für die Euroteilnehmerstaaten, dass pro Jahr max. 3% des Bruttoinlandsprodukts an öffentlichem Defizit aufgebaut und die gesamte öffentliche Schuld des Eurostaates max. 60% des Bruttoinlandsprodukts betragen darf.<sup>34</sup> Dieser Grundsatz ist nur gewahrt, wenn ein Staat seine Schuld an den Finanzmärkten noch refinanzieren kann. Ist dies nicht mehr gewährleistet, darf die EZB gesunde öffentliche Finanzen in diesem Land nicht selbst herstellen, indem sie als Finanzierer der Staatsschuld auftritt. Das Prinzip der gesunden öffentlichen Finanzen ist nur dann gewahrt, wenn den

---

<sup>32</sup> Griller in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 127 AEUV, Rn 32

<sup>33</sup> <http://www.reuters.com/article/2012/07/26/us-eurozone-ecb-draghi-idUSBRE86P0HM20120726>, abgerufen am 22.05.14, Zitat EZB-Präsident Draghi: "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough," Draghi told an investment conference in London

<sup>34</sup> Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 119 AEUV, Rn 39

Regierungen der Euro-Teilnehmerstaaten klar vor Augen geführt wird, dass sie ihre Staatsschuldverschreibungen nur an den Kapitalmärkten begeben können und dass weder am Primär- noch am Sekundärmarkt die EZB als Käufer-Garant auftritt. Andererseits muss auch den Gläubigern, die Staatsschuldverschreibungen übernehmen, klar sein, dass sie das Risiko des Zinszahlungsausfalls bzw. des Schuldenschnitts bis zum Totalverlust tragen.

## **6. Aspekt: Reibungsloses Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme rechtfertigt nicht die Stützung von Euro-Krisenstaaten durch die EZB**

Nach Art. 127 Abs. 2 4. Gedankenstrich AEUV besteht die Aufgabe des ESZB darin, das reibungslose Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme zu fördern. Würde ein Euro-Teilnehmerstaat oder seine Notenbank zusammenbrechen und mit ihm sein nationales Bankensystem, wäre zu befürchten, dass das reibungslose Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme dann nicht mehr gewährleistet ist. Fallen in Verrechnungssystemen wie Target 2<sup>35</sup> Verrechnungspartner aus, könnten in der Tat die Zahlungsverkehrssysteme beeinträchtigt sein. Ein reibungsloser Zahlungsfluss setzt immer die Liquidität der Zahlungsverkehrssystemteilnehmer voraus. Das reibungslose Funktionieren von Zahlungsverkehrssystemen kann man nur insofern garantieren, als nur solchen Verrechnungsteilnehmern der Zugang gewährt wird, die kein Systemrisiko für das Zahlungsverkehrssystem bedeuten. Die Verrechnung der Forderungen in Target 2 führt zu positiven und negativen Salden bei den einzelnen Teilnehmern.<sup>36</sup> Vor diesem Hintergrund ist für das reibungslose Funktionieren eines Zahlungsverkehrssystems die Bonität der Teilnehmer eine entscheidende Voraussetzung. Die vorbehaltlose dauerhafte Zulassung von Notenbanken kriselnder Eurostaaten in Verrechnungssystemen wie Target 2 scheint daher dem Ziel des reibungslosen Funktionierens der Zahlungsverkehrssysteme auch durchaus abträglich sein zu können. Die dauerhafte Zulassung bonitätsmäßig zweifelhafter Teilnehmer sollte nicht durch einen weiteren Systemfehler geheilt werden, indem die EZB indirekt die Bonität der Zahlungsverkehrssystemteilnehmer durch gezielte geldpolitische Maßnahmen sicherstellt. Im Übrigen lässt sich insbesondere Art. 22 ESZB-Statut entnehmen, dass das ESZB Verrechnungs- und Zahlungssysteme nur als technische Instrumente gewährleistet, um Zahlungen und Verrechnungen technisch abzuwickeln. Die Teilnahme eines bonitätsmäßig schlechten Partners an Zahlungsverkehrs- und Verrechnungssystemen des ESZB darf aber

---

<sup>35</sup> [http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer\\_Zahlungsverkehr/TARGET2/target2.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/TARGET2/target2.html): TARGET steht für Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system und ist das Zahlungssystem der Zentralbanken des Eurosystems für die schnelle Abwicklung von Überweisungen in Echtzeit.

<sup>36</sup> [http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer\\_Zahlungsverkehr/TARGET2/TARGET2\\_Saldo/target2\\_saldo.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/TARGET2/TARGET2_Saldo/target2_saldo.html): Forderungen der Bundesbank aus TARGET2: Betrag: 477.688.540.071,88 Euro (Stand: 30. April 2014)

kein Argument für dessen dauerhafte Stützung über geldpolitische Maßnahmen sein, nur um das Zahlungs- und Verrechnungssystem am Laufen zu halten. Denn Zahlungs- und Verrechnungssysteme sollen technisches Mittel sein, um geldpolitische Maßnahmen in die Märkte einzuspeisen. Mittels Zahlungsverkehrssystemen bringen Notenbanken Liquidität in das Währungssystem ein und schöpfen diese dort auch wieder ab. Geschäftsbanken nutzen Zahlungssysteme zur Angleichung der kurzfristigen Zinsen an verschiedenen Finanzplätzen durch Wahrnehmung ihrer Arbitrage-Möglichkeiten. Dies zeigt, dass Zahlungssysteme nur Werkzeuge zur Durchführung der Geldpolitik sind. Trotz der Nennung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme als Hauptaufgabe des ESZB ist deren Förderung daher eher als flankierende Politik zu sehen.<sup>37</sup> Hingegen dürfen Zahlungs- und Verrechnungssysteme keine Gefahr für bonitätsmäßig gute Teilnehmer insoweit bedeuten, dass durch den Ausfall bonitätsmäßig schlechter Verrechnungsteilnehmer deren negative Salden ggf. nicht mehr glatt gestellt werden können.

#### **7. Aspekt: Prinzip der ausreichenden Besicherung von Notenbankkrediten verletzt**

Art. 18.1 ESZB-Statut verleiht der EZB und den nationalen Notenbanken das Recht, Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern abzuschließen, wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu stellen sind. Legt die EZB fest, dass Staatsanleihen von Eurokrisenstaaten, die eigentlich ohne Notenbankinterventionen nicht mehr marktgängig sind, zur Besicherung von Notenbankkrediten geeignet sind, liegt ein Verstoß gegen das Gebot der ausreichenden Besicherung von Notenbankkrediten vor. Denn die EZB als Kreditgeber kann nicht durch eigene Garantieverprechen sicherstellen, dass die Sicherheiten eines Schuldners erst hinterlegungsfähig werden. In diesem Falle ist ein Zirkelschluss zu vermuten.<sup>38</sup>

#### **8. Aspekt: Umgehung des Verbots der Haushaltsfinanzierung durch die Notenbank**

Nach Art. 18.1 und 18.2 ESZB-Statut kann die EZB die Grundsätze für ihre eigenen Offenmarkt- und Kreditgeschäfte festlegen und in deren Rahmen börsengängige Wertpapiere kaufen, also auch Staatsanleihen von Eurostaaten am Sekundärmarkt. Derartige Aktionen müssen aber mit den Aufgaben des ESZB konform gehen. Art. 123 AEUV und Art. 21.1 ESZB-Statut verbieten allerdings den unmittelbaren Erwerb von Staatsanleihen von

---

<sup>37</sup> Griller in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 127 AEUV, Rn 50

<sup>38</sup> Vgl. Beschluss EZB 2012/14, der die ausreichende Sicherheit festlegt, Rating für Griechenland durch Fitch liegt bei B, durch Moody's bei Caa3. Die Noten liegen weit im Ramschbereich und sechs Stufen unter dem sog. Investment-Grade-Niveau, das sichere Anlagen beschreibt; vgl. hierzu: <http://www.finanzen.net/nachricht/aktien/RATING-S-P-bestaetigt-Bonitaetsnote-von-Griechenland-3383098>



Eurostaaten, um die Haushaltsfinanzierung durch die Notenbank auszuschließen. Außerdem ist die Kreditvergabe an Eurostaaten durch das ESZB verboten. Nimmt die EZB für die Gewährung von Notenbankkrediten an Banken kriselnder Eurostaaten nicht mehr marktgängige Staatsanleihen als Sicherheiten herein, erfolgt eine Finanzierung der Staatsschuld des Krisenstaates indirekt über das nationale Bankensystem. Das Verbot der Kreditvergabe an Zentralregierungen aus Art. 21.1 ESZB-Statut ist damit verletzt, da die Norm auch die indirekte Kreditvergabe verbietet. Kauft die EZB über das OMT-Programm am Sekundärmarkt gezielt Staatsanleihen von Eurokrisenstaaten auf, und zwar anlässlich der offenkundigen Platzierungsschwierigkeiten derartiger Papiere am Primärmarkt, liegt eine Umgehung des Verbots des unmittelbaren Erwerbs von Staatsschuldverschreibungen vor. Das Zwischenschalten von Käufern am Primärmarkt, die durch die Ankündigung des OMT-Programms sicher sein können, dass sie die von ihnen am Primärmarkt übernommenen Staatsschuldverschreibungen bestimmter Krisenstaaten im Ernstfall an die EZB weiterreichen können, deutet auf den Tatbestand der Umgehung des Verbots des unmittelbaren Erwerbs von Staatsanleihen hin.<sup>39</sup> Im siebten Erwägungsgrund der VO (EG) Nr. 3603/93 des Rates vom 13.12.1993<sup>40</sup> heißt es ausdrücklich, dass das Verbot der Staatsschuldfinanzierung durch den Erwerb von Staatsschuldverschreibungen auf dem Sekundärmarkt nicht umgangen werden darf.

### **9. Aspekt: Kein Mandat der EZB zur Vorgabe und Überwachung von Haushaltsanierungsprogrammen**

Die EZB rechtfertigt die Legitimität ihres angekündigten OMT-Programms durch die Verknüpfung mit den EFSF- und ESM-Programmen und deren Konditionalität. Dies bedeutet, dass die EZB nur bereit ist, am Sekundärmarkt Staatsanleihen bestimmter Euro-Krisenstaaten zu kaufen, wenn sich diese Staaten den Überwachungsinstrumenten und Reformvorgaben der Rettungsschirmprogramme unterziehen. Diese Konditionalität könnte einen klaren Fingerzeig auf eine indirekte Staatsfinanzierung bedeuten. Es ist ein Novum, dass eine Notenbank für Geschäfte am Sekundärmarkt gegenüber dem Emittenten Bedingungen für den Aufkauf seiner Papiere aufstellt. Wertpapiere verkörpern ihre Bedingungen in der Regel selbst. Das unterscheidet Wertpapiere gerade von Kreditbedingungen in einem Kreditvertrag. Die Fortschreibung von Kreditbedingungen aus den Rettungsschirmen für ein Aufkaufen der

---

<sup>39</sup> Vgl. auch zum Verbot der Umgehung: Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 123 AEUV, Rn 9

<sup>40</sup> Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates vom 13. Dezember 1993 zur Festlegung der Begriffsbestimmungen für die Anwendung der in Artikel 104 und Artikel 104b Absatz 1 des Vertrages vorgesehenen Verbote

Staatsanleihen von Krisenstaaten am Sekundärmarkt durch die EZB bindet die EZB in die Rettungsschirmprogramme ein und bringt sie damit in die Rolle des Staatsschuldfinanzierers. Bei genauer Betrachtung sind die Kreditvergabebedingungen aus den Rettungsschirmen ein Versuch, den Sanktionsmechanismus des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit aus Art. 126 AEUV fortzuführen. Akteure sind hierbei eindeutig die Kommission und der Rat, nicht aber die EZB, deren Aufgabe die Geldpolitik ist, nicht aber die Rolle des Kontrolleurs bei einem übermäßigen Defizit oder gar des Staatsschuldfinanzierers. Vor diesem Hintergrund ist die in Art. 3 Abs. 1 VO EU407/2010 Verordnung zur Einführung des europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus vorgesehene Einbindung der EZB bei der Bewertung des Finanzbedarfs eines Mitgliedsstaates als kritisch anzusehen. Der Umstand, dass Voraussetzung für die Bereitstellung von Krediten über den ESM die Festlegung eines umfassenden Haushaltssanierungsprogramms für den antragstellenden Mitgliedsstaat durch die EU ist, welches von der Kommission im Zusammenwirken mit der EZB und dem IWF überwacht wird, wird auch mit Blick auf die Einbindung der EZB überwiegend unkritisch gesehen.<sup>41</sup> Die Einbindung der EZB in einen Überwachungsmechanismus zur Haushaltssanierung kann jedoch nach hier vertretener Ansicht nicht mit ihrem Anhörungsrecht aus Art. 127 Abs. 4 AEUV gerechtfertigt werden. Allenfalls könnte man die Rechtsgrundlage in Art. 127 Abs. 5 AEUV sehen, wonach das ESZB zu den ergriffenen Maßnahmen der zuständigen Behörden zur Stabilität des Finanzsystems beiträgt. Zur strikten Trennung der Kompetenzbereiche und zur Wahrung der Unabhängigkeit der EZB erscheint es aber geradezu geboten, die EZB in jeden Prozess der Haushaltskonsolidierung eines Euro-Mitgliedsstaates nicht einzubinden, auch wenn die Haushaltskonsolidierung eines Eurostaates zur Stabilität des Finanzsystems beiträgt. Die EZB sollte sich vielmehr in ihrem vorgegebenen Kompetenzrahmen bewegen und sich auf die Frage beschränken, ob die für die Inanspruchnahme von Notenbankkrediten angedienten Staatsanleihen ausreichende Sicherheiten sind. Wenn nicht, dürfen diese als Sicherheiten nicht akzeptiert werden bzw. am Sekundärmarkt über Offenmarktgeschäfte nicht aufgekauft werden.

#### **10. Aspekt: Verletzung des Demokratieprinzips als Argument problematisch**

Die Vorlageentscheidung des Bundesverfassungsgerichts an den EuGH zur Überprüfung der Rechtmäßigkeit des OMT-Beschlusses greift den Aspekt der Verletzung der

---

<sup>41</sup> Bandilla in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Art. 125 AEUV, Rn 27

haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des deutschen Bundestages auf (Art. 38 Abs. 1 S. 2, Art. 20 Abs. 1 und 2 sowie Art. 79 Abs. 3 GG ) auf.<sup>42</sup>

Eine derartige Argumentation erscheint rechtlich angreifbar. Denn Art. 130 AEUV schreibt den Grundsatz der Unabhängigkeit der EZB, des ESZB und der nationalen Notenbanken fest. Geldpolitisches Handeln kann damit nicht der Budgetkontrolle des Parlamentes unterworfen werden. Damit würde man die Unabhängigkeit der Notenbank in Frage stellen. Vor diesem Hintergrund sollte man das parlamentarische Budgetrecht nicht als Instrument zur Rechtmäßigkeitskontrolle des Handelns der EZB ins Feld führen. Es erscheint sachgerechter, das Handeln der EZB strikt und kompromisslos an den Vorgaben des AEUV und des ESZB-Statuts zu messen. Denn gerade mit Blick auf die Unabhängigkeit des EZB, des ESZB und der nationalen Notenbanken des Eurosystems enthalten der AEUV und das ESZB-Statut auch klare Grenzen für deren Aktionen, da die parlamentarische Kontrolle nicht greift.

### **III. Fazit**

Die Maßnahmen der Solidarität für Euro-Staaten in Form von Finanzhilfen über die Rettungsschirme EFSM, EFSF und ESM sind rechtlich nicht zu beanstanden, zumal auch der Bundestag mit der Freigabe der entsprechenden Mittel, wie vom Bundesverfassungsgericht gefordert, befasst war.

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB zur Flankierung der Rettungsschirmprogramme sind allerdings aus rechtlicher Sicht kritisch zu sehen.

Bei einer Gesamtschau der zusammengetragenen Rechtsargumente spricht viel dafür, dass die EZB durch die Aufweichung ihrer Bonitätsanforderungen an Sicherheiten und den gezielten Aufkauf von Staatsanleihen von Eurokrisenstaaten am Sekundärmarkt in einem fest vorgegebenen Rahmen und durch die Ankündigung des OMT-Programms ihr Mandat aus dem AEUV und dem ESZB-Statut überdehnt hat. Der Vertrag enthält keinen Grundsatz, dass die Eurorettung als Rechtfertigungsgrund für die Mandatsüberdehnung herangezogen werden könnte. Gerade im Hinblick auf den Umstand, dass das geldpolitische Handeln der EZB der parlamentarischen Kontrolle mit Rücksicht auf ihre Unabhängigkeit entzogen ist, muss die strikte Mandatseinhaltung durch die EZB oberstes Rechtsprinzip sein, um die Unabhängigkeit der Notenbank vor dem Volk als Souverän rechtfertigen zu können. Gerade weil zwischen Fiskal- und Geldpolitik enge Interdependenzen bestehen, ist die EZB gehalten, ihr ausschließlich geldpolitisches Mandat strikt einzuhalten.

---

<sup>42</sup> BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014

Werden OMT-Geschäfte der EZB auf dem Sekundärmarkt zur gezielten Stützung von Eurokrisenstaaten getätigt, liegen eine indirekte Staatsfinanzierung und damit eine Mandatsüberschreitung vor. Die strikte Konditionalität des OMT-Programms zum ESM-Programm spricht für seinen zumindest auch staatschuldfinanzierenden Charakter. Sollte es in diesem Zusammenhang zu einer erheblichen Belastung der Bilanz der EZB kommen, weil bspw. aufgekaufte Staatsanleihen bei Endfälligkeit vom Schuldnerstaat nicht bedient werden, könnte eine Erhöhung des EZB-Kapitals nach dem in Art. 28 ESZB-Statut skizzierten Verfahren erforderlich werden. Die nationalen Notenbanken als Zeichner des neuen Kapitals würden in diesem Fall die nationalen Haushalte und damit die Steuerzahler belasten. Sind aufgelaufene Verluste in der EZB-Bilanz auf ein Nichtbedienen von fälligen Staatsschuldverschreibungen von Euro-Krisenstaaten zurückzuführen, wäre eine rechtliche Verpflichtung der nationalen Notenbanken der Nicht-Krisenstaaten zum Nachschießen von Kapital über Art. 28 ESZB-Statut äußerst zweifelhaft. Denn über die Verpflichtung zum Nachschießen von Kapital im Zusammenhang mit dem Ausfall von Euro-Schuldnerstaaten aufgekaufter Staatsanleihen wäre das in Art. 125 AEUV verankerte „Bail-out-Verbot“ eindeutig verletzt. Um jede Gefahr der Notwendigkeit der Aufstockung des EZB-Kapitals durch das gezielte Aufkaufen von Staatsschuldverschreibungen von Euro-Krisenstaaten auszuschließen, darf die EZB mit Blick auf das „Bail-Out-Verbot“ derartige Transaktionen erst gar nicht tätigen.

### **Literaturverzeichnis**

1. Amtsblatt der Europäischen Union L 91 vom 06.04.2011, Beschluss des Europäischen Rates vom 25. März 2011 zur Änderung des Artikels 136 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union hinsichtlich eines Stabilitätsmechanismus für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist;

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011D0199&from=DE>

2. Amtsblatt der Europäischen Union L 332/1 vom 31.12.1993, Verordnung EG Nr. 3603/93 des Rates vom 13.12.1993 zur Festlegung der Begriffsbestimmungen für die Anwendung der in Artikel 104 und Art. 104b Abs. 1 des Vertrages vorgesehenen Verbote;

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:31993R3603&from=DE>

3. Bundesregierung, Euro-Schutzschirm, Was sind ESM, EFSM und EFSF?; [http://www.bundesregierung.de/Webs/Breg/DE/Themen/Euro/EFSFundESM/esm\\_efsme\\_efsfnode.html](http://www.bundesregierung.de/Webs/Breg/DE/Themen/Euro/EFSFundESM/esm_efsme_efsfnode.html)

4. Bundesministerium der Finanzen, Europäische Finanzhilfen: EFSF und EFSM,  
[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Zahlen\\_und\\_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.htm](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Zahlen_und_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.htm)
5. Bundesverfassungsgericht, Az 2 BvR 987/10, Az 2 BvR 1485/10, Az 2 BvR 1099/10 vom 07.09.2011,  
[https://www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20110907\\_2bvr098710.html](https://www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20110907_2bvr098710.html)
6. Bundesverfassungsgericht, Az 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014,  
[http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114\\_2bvr272813.html](http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html)
7. Calliess, Christian/Ruffert, Matthias, EUV/EGV, 3.Aufl. 2007, C.H. Beck Verlag München
8. Deutsche Bundesbank, Wertpapierkäufe müssen kritisch geprüft werden, Interview Bundesbankpräsident Jens Weidmann mit Market News International am 24.04.2014;  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2014\\_03\\_25\\_weidmann\\_mni.html?view=render%5BDruckversion%5D](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2014_03_25_weidmann_mni.html?view=render%5BDruckversion%5D)
9. Deutsche Bundesbank, Outright-Geschäfte,  
<http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Geldpolitik/Outright-Geschaeft/outright-geschaeft.html?view=render%5BDruckversion%5D>
10. Deutsche Bundesbank, Target2;  
[http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer\\_Zahlungsverkehr/TARGET2/target2.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/TARGET2/target2.html)
11. Deutsche Bundesbank Target2-Saldo, Forderungen der Bundesbank aus Target 2;  
[http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer\\_Zahlungsverkehr/TARGET2/TARGET2\\_Saldo/target2\\_saldo.htm](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/TARGET2/TARGET2_Saldo/target2_saldo.htm)
12. Europäische Zentralbank, Beschluss zur Preisstabilität,  
[http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp\\_002.de.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_002.de.html)
13. Europäische Zentralbank, Beschlüsse EZB/2010/3; EZB 2012/2; EZB 2012/3, EZB 2011/4, EZB 2011/10; EZB 2011/17; EZB 2011/25, EZB 2012/4, abrufbar unter  
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/search.en.html?q=Beschl%C3%BCsse>, legal
14. Finanzen.net, 21.03.2014, Rating: S&P bestätigt Bonitätsnote von Griechenland;  
<http://www.finanzen.net/nachricht/aktien/RATING-S-P-bestaetigt-Bonitaetsnote-von-Griechenland-3383098>
15. Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin, Das Recht der Europäischen Union, Band I EUV/AEUV, 52. Ergänzungslieferung Januar 2014, C.H. Beck Verlag München

16. Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin, Das Recht der Europäischen Union, Band I EUV/EGV, 40. Ergänzungslieferung, 2009, C.H. Beck Verlag München
17. Nicolaysen, Gert, Rechtsfragen der Währungsunion, 1993, Walter de Gruyter Verlag, Berlin, New York
18. Protokoll Nr. 12 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit,  
[http://www.europarl.europa.eu/brussels/website/media/modul\\_06/Hintergrundinformationen/Pdf/Rechtsgrundlage\\_Defizit.pdf](http://www.europarl.europa.eu/brussels/website/media/modul_06/Hintergrundinformationen/Pdf/Rechtsgrundlage_Defizit.pdf)
19. Reuters, Draghi sends strong signal that ECB will act,  
<http://www.reuters.com/article/2012/07/26/us-eurozone-ecb-draghi-idUSBRE86P0HM20120726>
20. Statista, Das Statistik-Portal,  
<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/72328/umfrage/entwicklung-der-jaehrlichen-inflationsrate-in-der-eurozone/>
21. Streinz, Rudolf, EUV/EGV, Kommentar, 2003, C.H. Beck Verlag München
22. Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM),  
[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Finanzhilfemechanismen/2012-01-27-esm-anl.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Finanzhilfemechanismen/2012-01-27-esm-anl.pdf?__blob=publicationFile&)
23. Wirtschaftsförderungs- und Entwicklungsgesellschaft Steinfurt mbH,  
<http://www.eu-direct.info/aktuelles-3/esm-vertrag-unterzeichnet-vertrag-zur-einrichtung-eines-europaeischen-stabilitaetsmechanismus-930.html>

## **Bisher erschienene Weidener Diskussionspapiere**

- 1 "Warum gehen die Leute in die Fußballstadien? Eine empirische Analyse der Fußball-Bundesliga"  
von Horst Rottmann und Franz Seitz**
- 2 "Explaining the US Bond Yield Conundrum"  
von Harm Bandholz, Jörg Clostermann und Franz Seitz**
- 3 "Employment Effects of Innovation at the Firm Level"  
von Horst Rottmann und Stefan Lachenmaier**
- 4 "Financial Benefits of Business Process Management"  
von Helmut Pirzer, Christian Forstner, Wolfgang Kotschenreuther und Wolfgang Renninger**
- 5 "Die Performance Deutscher Aktienfonds"  
von Horst Rottmann und Thomas Franz**
- 6 "Bilanzzweck der öffentlichen Verwaltung im Kontext zu HGB, ISAS und IPSAS"  
von Bärbel Stein**
- 7 Fallstudie: "Pathologie der Organisation" – Fehlentwicklungen in Organisationen, ihre Bedeutung und Ansätze zur Vermeidung  
von Helmut Klein**
- 8 "Kürzung der Vorsorgeaufwendungen nach dem Jahressteuergesetz 2008 bei betrieblicher Altersversorgung für den GGF."  
von Thomas Dommermuth**
- 9 "Zur Entwicklung von E-Learning an bayerischen Fachhochschulen-  
Auf dem Weg zum nachhaltigen Einsatz?"  
von Heribert Popp und Wolfgang Renninger**
- 10 "Wie viele ausländische Euro-Münzen fließen nach Deutschland?"  
von Dietrich Stoyan und Franz Seitz**
- 11 Modell zur Losgrößenoptimierung am Beispiel der Blechteilindustrie für Automobilzulieferer  
von Bärbel Stein und Christian Voith**
- 12 Performancemessung  
Theoretische Maße und empirische Umsetzung mit VBA  
von Franz Seitz und Benjamin R. Auer**

- 13 Sovereign Wealth Funds – Size, Economic Effects and Policy Reactions  
von Thomas Jost**
- 14 The Polish Investor Compensation System Versus EU –  
15 Systems and Model Solutions  
von Bogna Janik**
- 15 Controlling in virtuellen Unternehmen -eine Studie-  
Teil 1: State of the art  
von Bärbel Stein, Alexander Herzner, Matthias Riedl**
- 16 Modell zur Ermittlung des Erhaltungsaufwandes von Kunst- und Kulturgütern in  
kommunalen Bilanzen  
von Bärbel Held**
- 17 Arbeitsmarktinstitutionen und die langfristige Entwicklung der Arbeitslosigkeit -  
Empirische Ergebnisse für 19 OECD-Länder  
von Horst Rottmann und Gebhard Flaig**
- 18 Controlling in virtuellen Unternehmen -eine Studie-  
Teil 2: -Auswertung-  
von Bärbel Held, Alexander Herzner, Matthias Riedl**
- 19 DIAKONIE und DRG´s –antagonistisch oder vereinbar?  
von Bärbel Held und Claus-Peter Held**
- 20 Traditionelle Budgetierung versus Beyond Budgeting-  
Darstellung und Wertung anhand eines Praxisbeispiels  
von Bärbel Held**
- 21 Ein Factor Augmented Stepwise Probit Prognosemodell  
für den ifo-Geschäftserwartungsindex  
von Jörg Clostermann, Alexander Koch, Andreas Rees und Franz Seitz**
- 22 Bewertungsmodell der musealen Kunstgegenstände von Kommunen  
von Bärbel Held**
- 23 An Empirical Study on Paths of Creating Harmonious Corporate Culture  
von Lianke Song und Bernt Mayer**
- 24 A Micro Data Approach to the Identification of Credit Crunches  
von Timo Wollmershäuser und Horst Rottmann**
- 25 Strategies and possible directions to improve Technology  
Scouting in China  
von Wolfgang Renninger und Mirjam Riesemann**



- 26 Wohn-Riester-Konstruktion, Effizienz und Reformbedarf  
von Thomas Dommermuth**
- 27 Sorting on the Labour Market: A Literature Overview and Theoretical Framework  
von Stephan O.Hornig, Horst Rottmann und Rüdiger Wapler**
- 28 Der Beitrag der Kirche zur Demokratisierungsgestaltung der Wirtschaft  
von Bärbel Held**
- 29 Lebenslanges Lernen auf Basis Neurowissenschaftlicher Erkenntnisse  
-Schlussfolgerungen für Didaktik und Personalentwicklung-  
von Sarah Brückner und Bernt Mayer**
- 30 Currency Movements Within and Outside a Currency Union: The case of Germany  
and the euro area  
von Franz Seitz, Gerhard Rösl und Nikolaus Bartzsch**
- 31 Labour Market Institutions and Unemployment. An International Comparison  
von Horst Rottmann und Gebhard Flaig**
- 32 The Rule of the IMF in the European Debt Crisis  
von Franz Seitz und Thomas Jost**
- 33 Die Rolle monetärer Variablen für die Geldpolitik vor, während und nach der Krise:  
Nicht nur für die EWU geltende Überlegungen  
von Franz Seitz**
- 34 Managementansätze sozialer, ökologischer und ökonomischer Nachhaltigkeit:  
State of the Art  
von Alexander Herzner**
- 35 Is there a Friday the 13th effect in emerging Asian stock markets?  
von Benjamin R. Auer und Horst Rottmann**
- 36 Fiscal Policy During Business Cycles in Developing Countries: The Case of Africa  
von Willi Leibfritz und Horst Rottmann**
- 37 MONEY IN MODERN MACRO MODELS: A review of the arguments  
von Markus A. Schmidt und Franz Seitz**
- 38 Wie erzielen Unternehmen herausragende Serviceleistungen mit höheren  
Gewinnen?  
von Johann Strassl und Günter Schicker**
- 39 Let's Blame Germany for its Current Account Surplus!?  
von Thomas Jost**

- 40 Geldpolitik und Behavioural Finance  
von Franz Seitz**
  
- 41 Rechtliche Überlegungen zu den Euro-Rettungsschirmprogrammen und den  
jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB  
von Ralph Hirdina**





