

# Inhaltsübersicht

Einleitung . . . . .	1
§ 1 Einführung in den Gegenstand sowie Anliegen der Untersuchung . . . . .	1
Erster Teil: Die Offenmarktpolitik des Eurosystems:	
Institutionelle, rechtliche und funktionelle Grundlagen . . . . .	11
§ 2 Das Eurosystem . . . . .	12
A. Das Eurosystem und das ESZB . . . . .	12
B. Die institutionellen Bestandteile des Eurosystems . . . . .	15
C. Die Unabhängigkeit des Eurosystems . . . . .	31
§ 3 Der Rechtsrahmen der Offenmarktpolitik . . . . .	50
A. Der primärrechtliche Handlungsrahmen . . . . .	50
B. Die sekundärrechtliche Ausgestaltung durch die EZB . . . . .	71
C. Die Umsetzung der sekundärrechtlichen Vorgaben durch die nationalen Zentralbanken . . . . .	72
§ 4 Die Offenmarktpolitik als geldpolitisches Instrument im Wandel . . . . .	73
A. Der Begriff der Offenmarktpolitik . . . . .	74
B. Die Rolle der Offenmarktpolitik im Rahmen der konventionellen Zinspolitik . . . . .	75
C. Die gewandelte Bedeutung der Offenmarktpolitik in Gestalt der unkonventionellen Bilanzpolitik . . . . .	89
Zweiter Teil: Die Verlustrisiken der Offenmarktpolitik:	
Tatsächliche und rechtliche Parameter . . . . .	109
§ 5 Die Finanzgeschäfte des Eurosystems zur Durchführung der Offenmarktpolitik . . . . .	111
A. Die rechtlichen Grundlagen der Finanzgeschäfte des Eurosystems . . . . .	111
B. Die einzelnen Finanzgeschäfte . . . . .	114
§ 6 Die Verlustrisiken der liquiditätsbereitstellenden Finanzgeschäfte . . . . .	122

A. Die Verlustrisiken der Kreditgeschäfte . . . . .	123
B. Die Verlustrisiken der endgültigen Wertpapierankäufe . . . . .	129
C. Exkurs: Die Verlustrisiken der Devisenswapgeschäfte für geldpolitische Zwecke . . . . .	190
§ 7 Die Kontrolle der Verlustrisiken durch das Eurosystem . . . . .	191
A. Die Gründe für eine Kontrolle der Verlustrisiken durch die Zentralbanken . . . . .	192
B. Die Risikokontrollmaßnahmen des Eurosystems . . . . .	194
C. Die geldpolitischen Grenzen der Risikokontrolle . . . . .	208
§ 8 Die Auswirkungen der unkonventionellen Bilanzpolitik auf das geldpolitische Risikoportfolio des Eurosystems . . . . .	214
A. Quantitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Bilanzsumme des Eurosystems . . . . .	214
B. Qualitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Zusammensetzung der Zentralbankbilanz . . . . .	216
Dritter Teil: Der unionsrechtliche Rahmen für die Verteilung von Verlusten . . . . .	219
§ 9 Die Kompetenzen des EZB-Rats . . . . .	219
A. Die Primärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Verteilung der geldpolitischen Ausführungskompetenzen im Eurosystem . . . . .	220
B. Die Sekundärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Vergemeinschaftung von Verlusten . . . . .	283
C. Ergebnisse zu § 9 . . . . .	318
§ 10 Die materiell-rechtliche Determinierung der Verlustverteilung . . .	319
A. Materiell-unionsrechtliche Grenzen für die Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	320
B. Allgemeine Geltung beanspruchende materiell-unions- rechtliche Grenzen . . . . .	370
C. Ergebnisse zu § 10 . . . . .	386
Schlussbetrachtung . . . . .	389
§ 11 Das Eurosystem als wirtschaftliche Einheit ohne überschießende Tendenz . . . . .	389
§ 12 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung	391

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort . . . . .	V
Abkürzungsverzeichnis . . . . .	XXVII
Einleitung . . . . .	1
§ 1 Einführung in den Gegenstand sowie Anliegen der Untersuchung . . . . .	1
Erster Teil: Die Offenmarktpolitik des Eurosystems: Institutionelle, rechtliche und funktionelle Grundlagen . . . . .	11
§ 2 Das Eurosystem . . . . .	12
A. Das Eurosystem und das ESZB . . . . .	12
I. Die Zuständigkeit des Eurosystems für die Währungspolitik der Union . . . . .	12
II. Die rechtstechnische Verarbeitung der differenzierten Integration im europäischen Währungsverfassungsrecht . . . . .	13
III. Der rechtliche Status der Systeme . . . . .	14
B. Die institutionellen Bestandteile des Eurosystems . . . . .	15
I. Die EZB . . . . .	15
1. Die EZB als Unionsorgan und eigenständige Rechtsperson . . . . .	15
2. Die Beschlussorgane der EZB und ihre Aufgaben . . . . .	17
a) Das Direktorium . . . . .	17
b) Der EZB-Rat . . . . .	18
c) Der Erweiterte Rat . . . . .	21
II. Die nationalen Zentralbanken . . . . .	21
1. Die organisatorische Stellung der nationalen Zentralbanken . . . . .	21
a) Die nationalen Zentralbanken als Rechtspersonen des nationalen Rechts . . . . .	21
b) Die Organisations- und Personalhoheit der Mitgliedstaaten . . . . .	22
c) Die unterschiedlichen Organisationsformen der nationalen Zentralbanken . . . . .	23

2. Die funktionale Doppelstellung der nationalen Zentralbanken . . . . .	24
a) Die Eingliederung der nationalen Zentralbanken in die Aufgabenwahrnehmung des Eurosystems . . . . .	24
b) Die Wahrnehmung von Aufgaben nach den nationalen Zentralbankgesetzen . . . . .	26
3. Die nationalen Zentralbanken als Anteilseigner der EZB . .	28
C. Die Unabhängigkeit des Eurosystems . . . . .	31
I. Der instrumentelle Charakter des Modells unabhängiger Zentralbanken . . . . .	31
II. Die unabhängige Stellung der Zentralbanken nach dem Unionsrecht . . . . .	34
1. Die Zentralbankunabhängigkeit als multidimensionales Konzept . . . . .	34
2. Die unabhängige Stellung der EZB . . . . .	36
a) Institutionelle Unabhängigkeit . . . . .	36
b) Funktionelle Unabhängigkeit . . . . .	39
c) Personelle Unabhängigkeit . . . . .	40
d) Finanzielle Unabhängigkeit . . . . .	41
3. Die unabhängige Stellung der nationalen Zentralbanken . .	42
a) Die funktionale Integration der nationalen Zentralbanken als Grund für die unionsrechtliche Gewährleistung ihrer Unabhängigkeit . . . . .	42
b) Die Mechanismen der unionsrechtlichen Gewährleistung der Unabhängigkeit der nationalen Zentralbanken . . . .	44
aa) Die Verankerung einzelner Unabhängigkeitsgarantien im Unionsrecht . . . . .	44
bb) Die Forderung des Unionsrechts nach einer ergänzenden Gewährleistung der Unabhängigkeit durch das innerstaatliche Recht . . . . .	45
(1) Art. 131 AEUV als Verpflichtungsgrundlage . . .	45
(2) Unionsrechtliche Anforderungen an die ergänzende Gewährleistung der Unabhängigkeit	48
(a) Die unabhängige Stellung der EZB als Maßstab . . . . .	48
(b) Zur Rolle der EZB bei der Konkretisierung der unionsrechtlichen Anforderungen . . . . .	49
§ 3 Der Rechtsrahmen der Offenmarktpolitik . . . . .	50
A. Der primärrechtliche Handlungsrahmen . . . . .	50
I. Die Handlungsbefugnisse des Eurosystems . . . . .	50
1. Die Befugnisgrundlagen . . . . .	50
2. Die Konkretisierung der geldpolitischen Handlungsbefugnisse am Maßstab der Zielsetzung . . . . .	51
a) Die Gewährleistung von Preisstabilität . . . . .	52

aa) Der Begriff der Preisstabilität als unbestimmter Rechtsbegriff . . . . .	52
bb) Die Preisstabilitätsdefinition der EZB . . . . .	54
b) Die Unterstützung der Wirtschaftspolitik in der Union . . . . .	56
c) Der Primat der Preisstabilität . . . . .	57
3. Die Reichweite der Handlungsbefugnisse . . . . .	59
II. Die währungsverfassungsrechtlichen Handlungsgrenzen . . . . .	61
1. Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung . . . . .	62
a) Die Verfolgung einer gesunden Haushaltspolitik als Zweck des Verbots . . . . .	62
b) Die verbotenen Finanzierungsformen . . . . .	63
aa) Das Verbot der Bereitstellung von Kreditfazilitäten . . . . .	63
bb) Das Verbot des unmittelbaren Erwerbs öffentlicher Schuldtitel . . . . .	64
c) Das Verbot der Umgehung des Art. 123 Abs. 1 AEUV . . . . .	66
2. Das Gebot der Einheitlichkeit der Geldpolitik . . . . .	67
3. Der Grundsatz der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb . . . . .	68
a) Der Vorrang marktwirtschaftlicher Instrumente . . . . .	69
b) Die gebotene marktkonforme Anwendung marktwirtschaftlicher Instrumente . . . . .	70
B. Die sekundärrechtliche Ausgestaltung durch die EZB . . . . .	71
C. Die Umsetzung der sekundärrechtlichen Vorgaben durch die nationalen Zentralbanken . . . . .	72
§ 4 Die Offenmarktpolitik als geldpolitisches Instrument im Wandel . . . . .	73
A. Der Begriff der Offenmarktpolitik . . . . .	74
B. Die Rolle der Offenmarktpolitik im Rahmen der konventionellen Zinspolitik . . . . .	75
I. Die Beeinflussung der Preisentwicklung über die Leitzinsen: Zum Transmissionsmechanismus der Geldpolitik . . . . .	75
1. Die Transmission über die kurzfristigen Geldmarktzinsen . . . . .	76
a) Der Liquiditätsbedarf des Bankensystems . . . . .	77
b) Die „Zinsführerschaft“ des Eurosystems am Regulierungsgeldmarkt . . . . .	78
2. Die Transmissionskanäle . . . . .	79
a) Die Schwierigkeiten bei der Ermittlung einzelner Transmissionskanäle . . . . .	79
b) Die transmissionstheoretischen Vorstellungen der EZB . . . . .	80
aa) Der Zinskanal . . . . .	80
bb) Der Vermögenspreiskanal . . . . .	80
cc) Der Kreditkanal . . . . .	82
dd) Der Wechselkurskanal . . . . .	83

3. Die Bedeutung von Markterwartungen über die künftige Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktzinsen . . . . .	83
II. Die Umsetzung des geldpolitischen Kurses durch das geldpolitische Instrumentarium: Zur Steuerung der kurzfristigen Geldmarktzinsen . . . . .	85
1. Die Vorgabe eines Zinskorridors durch die ständigen Fazilitäten . . . . .	85
2. Die Zinssteuerung durch die Offenmarktgeschäfte . . . . .	86
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte . . . . .	86
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte . . . . .	87
c) Feinststeuerungsoperationen . . . . .	87
d) Strukturelle Operationen . . . . .	88
3. Die Zinsstabilisierung durch die Mindestreserve . . . . .	88
C. Die gewandelte Bedeutung der Offenmarktpolitik in Gestalt der unkonventionellen Bilanzpolitik . . . . .	89
I. Die Funktionsbedingungen und -grenzen der konventionellen Zinspolitik . . . . .	90
1. Die Stabilität des Finanzsystems . . . . .	90
2. Die Nullzinsgrenze . . . . .	91
II. Die Entwicklung im Euro-Währungsgebiet seit 2007 . . . . .	92
1. Die Funktionsbeeinträchtigungen des Interbankengeldmarkts . . . . .	92
a) Der Rückgang des Ausleihvolumens auf dem Interbankgeldmarkt im Nachgang der Lehman-Insolvenz . . . . .	92
b) Die Fragmentierung des Interbankengeldmarkts während der europäischen Staatsschuldenkrise . . . . .	93
2. Die Niedriginflationsphase . . . . .	95
III. Die geldpolitische Reaktion des Eurosystems . . . . .	95
1. Die Maßnahmen zur Sicherung und Verbesserung der geldpolitischen Transmission . . . . .	96
a) Die Vollzuteilungspolitik und diese ergänzende Maßnahmen . . . . .	97
b) Das Credit Easing . . . . .	99
aa) Die Programme zum Ankauf von Wertpapieren . . . . .	100
(1) Das CBPP und das ABSPP . . . . .	100
(2) Das SMP und die OMT . . . . .	101
(3) Das CSPP . . . . .	102
bb) Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte . . . . .	102
2. Das Quantitative Easing als Maßnahme zur geldpolitischen Lockerung an der Nullzinsgrenze . . . . .	104
3. Die Maßnahmen zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie . . . . .	106

## Zweiter Teil: Die Verlustrisiken der Offenmarktpolitik:

Tatsächliche und rechtliche Parameter . . . . .	109
§ 5 Die Finanzgeschäfte des Eurosystems zur Durchführung der Offenmarktpolitik . . . . .	111
A. Die rechtlichen Grundlagen der Finanzgeschäfte des Eurosystems . . . . .	111
I. Die Bestimmung des Kreises zulässiger Finanzgeschäfte durch die ESZB/EZB-Satzung und die nationalen Zentralbankgesetze . . . . .	111
II. Das nationale (Zivil-)Recht als anwendbares Recht . . . . .	112
III. Die Vorgaben der EZB und ihre Umsetzung durch die nationalen Zentralbanken . . . . .	113
B. Die einzelnen Finanzgeschäfte . . . . .	114
I. Die liquiditätsbereitstellenden Finanzgeschäfte . . . . .	114
1. Befristete Transaktionen . . . . .	114
a) Besicherte Kredite . . . . .	115
b) Pensionsgeschäfte . . . . .	117
2. Endgültige Ankäufe von Vermögenswerten . . . . .	118
3. Devisenswaps für geldpolitische Zwecke . . . . .	119
II. Die ausschließlich liquiditätsabsorbierenden Finanzgeschäfte . . . . .	120
1. Endgültige Verkäufe von Vermögenswerten . . . . .	120
2. Hereinnahme von Termineinlagen . . . . .	120
3. Emission von EZB-Schuldverschreibungen . . . . .	121
§ 6 Die Verlustrisiken der liquiditätsbereitstellenden Finanzgeschäfte . . . . .	122
A. Die Verlustrisiken der Kreditgeschäfte . . . . .	123
I. Das Kontrahentenausfallrisiko . . . . .	123
II. Die Besicherung des Kontrahentenausfallrisikos und das Kreditrisiko . . . . .	125
1. Das Erfordernis der Besicherung der Darlehensvergabe . . . . .	125
2. Die automatische Besicherung im Rahmen von Pensions- geschäften und die Bedeutung des Close-out Netting . . . . .	127
B. Die Verlustrisiken der endgültigen Wertpapierankäufe . . . . .	129
I. Allgemeine Risikobetrachtung . . . . .	129
1. Das Ausfall-, Markt- und Liquiditätsrisiko . . . . .	129
2. Das Ausfallrisiko als bestimmender Risikofaktor . . . . .	130
II. Betrachtung der Ausfallrisiken der durch das Eurosystem angekauften Wertpapiere . . . . .	131
1. Der Ankauf von Unternehmensanleihen . . . . .	131
2. Der Ankauf von ABS . . . . .	132
3. Der Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen . . . . .	134

4. Der Ankauf von nichtstaatlichen Schuldtiteln des öffentlichen Sektors . . . . .	135
a) Schuldtitel internationaler Organisationen . . . . .	136
aa) Internationale Organisationen i. S. d. PSPP-Beschlusses . . . . .	136
bb) Die EFSF . . . . .	136
(1) Aufgabe . . . . .	136
(2) Finanzausstattung . . . . .	138
(3) Sicherungszusagen der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	138
cc) Der ESM . . . . .	138
(1) Aufgabe . . . . .	138
(2) Finanzausstattung und Haftung . . . . .	139
(3) Haftungsbeschränkung der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	140
dd) Die EU . . . . .	140
(1) Die EU als gemeinsames Finanzierungsvehikel der Mitgliedstaaten . . . . .	140
(2) Finanzausstattung . . . . .	143
(3) Finanzierungs- und Nachschusspflichten der EU-Mitgliedstaaten . . . . .	145
b) Schuldtitel multilateraler Entwicklungsbanken . . . . .	148
aa) Multilaterale Entwicklungsbanken i. S. d. PSPP-Beschlusses . . . . .	148
bb) Gemeinsame Merkmale multilateraler Entwicklungsbanken . . . . .	148
cc) Das Beispiel der EIB . . . . .	149
c) Schuldtitel anerkannter Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag . . . . .	150
aa) Im Rahmen des PSPP-Beschlusses anerkannte Institutionen . . . . .	150
bb) Das Beispiel der deutschen Förderbanken . . . . .	150
d) Ergebnis zum Ankauf von nichtstaatlichen Schuldtiteln des öffentlichen Sektors . . . . .	151
5. Der Ankauf von Staatsanleihen . . . . .	151
a) Die Insolvenzfähigkeit des Staates . . . . .	152
aa) Die materielle Insolvenzfähigkeit . . . . .	152
bb) Die formelle Insolvenzunfähigkeit . . . . .	154
b) Der Umgang mit staatlichen Zahlungsschwierigkeiten innerhalb des Euro-Währungsgebiets . . . . .	156
aa) Die Stabilitätshilfen des ESM . . . . .	156
(1) Die einzelnen Finanzhilfeeinstrumente des ESM . . . . .	157
(2) Die Voraussetzungen für den Zugang zu Stabilitätshilfen . . . . .	158
bb) Die Umschuldung der staatlichen Anleiheverbindlichkeiten . . . . .	161
(1) Möglichkeiten des Staates zur Durchführung einer Umschuldung . . . . .	163



(a) Die Umschuldung unter Rückgriff auf die staatliche Regelungsgewalt . . . . .	163
(b) Die Umschuldung auf dem Verhandlungsweg . . . . .	165
(2) Umschuldungsklauseln in den Anleihebedingungen der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	166
c) Die Beteiligung des Eurosystems an einer Umschuldung eines Euro-Mitgliedstaates . . . . .	170
aa) Die Einbeziehung in den Kreis der betroffenen Anleihegläubiger . . . . .	171
bb) Die Berechtigung des Eurosystems zur Abstimmung über Umschuldungsvereinbarungen . . . . .	176
(1) Disenfranchisement clauses in den Anleihebedingungen der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	176
(2) Die nicht vorhandene Kontrolle der Euro-Mitgliedstaaten über die Zentralbanken des Eurosystems . . . . .	177
(3) Die Möglichkeit der Zentralbanken zur autonomen Entscheidung über die Zustimmung zu einer Umschuldungsvereinbarung . . . . .	179
(4) Zwischenergebnis . . . . .	180
cc) Die Unionsrechtswidrigkeit eines aktiven Forderungsverzichts des Eurosystems . . . . .	181
(1) Die Beurteilung des Forderungsverzichts der Zentralbanken anhand der geldpolitischen Zielsetzung . . . . .	182
(2) Unvereinbarkeit eines aktiven Forderungsverzichts mit Art. 123 Abs. 1 AEUV . . . . .	185
d) Ergebnis zum Ankauf von Staatsanleihen . . . . .	189
C. Exkurs: Die Verlustrisiken der Devisenswapgeschäfte für geldpolitische Zwecke . . . . .	190
§ 7 Die Kontrolle der Verlustrisiken durch das Eurosystem . . . . .	191
A. Die Gründe für eine Kontrolle der Verlustrisiken durch die Zentralbanken . . . . .	192
B. Die Risikokontrollmaßnahmen des Eurosystems . . . . .	194
I. Maßnahmen im Rahmen der Kreditgeschäfte . . . . .	194
1. Die Anforderungen an die finanzielle Solidität der Geschäftspartner . . . . .	194
2. Die Notenbankfähigkeit von Sicherheiten . . . . .	196
a) Der einheitliche Sicherheitenrahmen des Eurosystems . . . . .	196
b) Das breite Spektrum akzeptierter Sicherheiten . . . . .	197
c) Allgemeine Kriterien für die Zulassung von Sicherheiten . . . . .	200
aa) Administrative Kriterien . . . . .	200
bb) Bonitätsanforderungen . . . . .	201

d) Der Ausschluss von Sicherheiten im Einzelfall . . . . .	202
3. Weitere Maßnahmen . . . . .	203
a) Bewertungsabschläge . . . . .	203
b) Schwankungsmargen . . . . .	204
II. Maßnahmen im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme . . . . .	204
1. Die Kriterien für die Zulassung von Wertpapieren . . . . .	205
2. Die Maßnahmen zur Risikodiversifizierung . . . . .	205
a) Referenzgroen für die Verteilung der Ankäufe . . . . .	205
b) Ankaufobergrenzen . . . . .	206
C. Die geldpolitischen Grenzen der Risikokontrolle . . . . .	208
I. Das Spannungsfeld zwischen der Risikokontrolle und der Funktionsfähigkeit der Geldpolitik . . . . .	208
II. Die Lockerungen der Risikokontrollmaßnahmen seit der Finanzkrise . . . . .	209
1. Entwicklungen im Rahmen der Kreditgeschäfte . . . . .	209
a) Die Herabsetzung der Kriterien für die Notenbank- fähigkeit von Sicherheiten . . . . .	209
b) Die Anpassung der anzuwendenden Bewertungsabschläge . . . . .	212
2. Entwicklungen im Rahmen der endgültigen Wertpapierankäufe . . . . .	213
 § 8 Die Auswirkungen der unkonventionellen Bilanzpolitik auf das geldpolitische Risikoportfolio des Eurosystems . . . . .	214
A. Quantitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Bilanzsumme des Eurosystems . . . . .	214
B. Qualitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung der Zusammensetzung der Zentralbankbilanz . . . . .	216
 Dritter Teil: Der unionsrechtliche Rahmen für die Verteilung von Verlusten . . . . .	219
 § 9 Die Kompetenzen des EZB-Rats . . . . .	219
A. Die Primärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Verteilung der geldpolitischen Ausführungskompetenzen im Eurosystem . . . . .	220
I. Die Kompetenzverteilungskompetenz des EZB-Rats . . . . .	220
1. Die ausschließliche Kompetenz der EZB zur Ausführung der Geldpolitik . . . . .	221
a) Die Ausführung der Geldpolitik als ausschließliche Zuständigkeit der Union . . . . .	222

b) Die fehlende Zuweisung geldpolitischer Ausführungs- kompetenzen an die nationalen Zentralbanken durch die ESZB/EZB-Satzung . . . . .	223
aa) Argumente zugunsten einer Zuweisung geldpolitischer Ausführungskompetenzen an die nationalen Zentralbanken . . . . .	223
bb) Diskussion . . . . .	224
(1) Zur Ableitung einer Kompetenz der nationalen Zentralbanken aus den Art. 17 ff. ESZB/EZB- Satzung . . . . .	224
(a) Der ermächtigende Wortlaut . . . . .	224
(b) Die Hintergründe der Doppelnennung . . . . .	226
(2) Zur Rolle des Art. 12.1 UAbs. 3 ESZB/EZB- Satzung für die systeminterne Kompetenz- verteilung . . . . .	226
cc) Zwischenergebnis . . . . .	228
c) Ergebnis zur ausschließlichen Kompetenz der EZB zur Ausführung der Geldpolitik . . . . .	228
2. Die Übertragung geldpolitischer Ausführungskompetenzen von der EZB auf die nationalen Zentralbanken . . . . .	228
a) Die primärrechtlichen Grundlagen der Kompetenz- übertragung . . . . .	229
aa) Die Übertragungsermächtigung . . . . .	229
(1) Zum Erfordernis einer Übertragungs- ermächtigung . . . . .	229
(2) Art. 9.2 ESZB/EZB-Satzung als Übertragungs- ermächtigung . . . . .	231
bb) Die Ermächtigung zum Erlass eines Übertragungs- rechtsakts . . . . .	232
(1) Die einschlägigen Rechtsetzungsermächtigungen	232
(a) Art. 12.1 UAbs. 1 Satz 2 ESZB/EZB-Satzung	232
(b) Art. 132 Abs. 1 erster Gedankenstrich AEUV	233
(2) Das Wahlrecht der EZB . . . . .	233
b) Die Übertragungszuständigkeit des EZB-Rats . . . . .	235
c) Ergebnis zur Übertragung geldpolitischer Ausführungskompetenzen von der EZB auf die nationalen Zentralbanken . . . . .	237
3. Die primärrechtlichen Bindungen des EZB-Rats bei der Entscheidung über die Kompetenzübertragung . . . . .	237
a) Das Dezentralitätsprinzip als primärrechtliche Vorgabe für die Kompetenzverteilung zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken . . . . .	238
aa) Der Normzweck: Art. 12.1 UAbs. 3 ESZB/EZB- Satzung als spezielle Ausprägung des Subsidiaritäts- prinzips? . . . . .	239

bb) Der Anwendungsbereich: Die Durchführung von Geschäften im Aufgabenbereich des Eurosystems . . .	243
cc) Die Kriterien: Die Möglichkeit und Sachgerechtig- keit der Aufgabenwahrnehmung durch die nationalen Zentralbanken . . . . .	244
(1) Das Möglichkeitskriterium . . . . .	244
(2) Das Sachgerechtigkeitskriterium . . . . .	246
dd) Zwischenergebnis . . . . .	249
b) Die primärrechtlichen Vorgaben für die Verteilung von Kompetenzen zwischen den nationalen Zentralbanken . .	250
aa) Das Gebot zur Gleichbehandlung der nationalen Zentralbanken . . . . .	250
(1) Die primärrechtliche Grundlage eines Gleichbehandlungsgebots . . . . .	251
(a) Art. 12.1 UAbs. 3 ESZB/EZB-Satzung . . .	251
(b) Art. 10.2 Satz 1 ESZB/EZB-Satzung . . . .	252
(c) Art. 4 Abs. 2 Satz 1 EUV . . . . .	253
(2) Zwischenergebnis . . . . .	254
bb) Das Gebot der Gleichbehandlung der Markt- teilnehmer . . . . .	254
c) Ergebnis zu den primärrechtlichen Bindungen des EZB-Rats bei der Entscheidung über die Kompetenzübertragung . . . . .	255
II. Die kompetenzielle Akzessorietät der Verlustverteilung und ihre Reichweite . . . . .	255
1. Die begrenzte Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB unter den nationalen Zentralbanken . . . . .	256
a) Die Beteiligung der nationalen Zentralbanken am Nettogewinn der EZB . . . . .	256
b) Die Nettogewinnbeteiligung als Mechanismus zur Vergemeinschaftung von Verlusten . . . . .	259
aa) Die Ermittlung des Nettogewinns der EZB . . . . .	259
(1) Die Rechnungslegung der EZB . . . . .	259
(2) Rechtliche Grundlagen der Erstellung des Jahresabschlusses der EZB . . . . .	259
(3) Die Gewinn- und Verlustrechnung der EZB . . .	260
(a) Der Aufbau . . . . .	261
(b) Die Ergebnisermittlung nach dem Vorsichtsprinzip . . . . .	261
bb) Die Erfolgswirksamkeit von Verlusten aus den Wertpapierankäufen der EZB . . . . .	263
(1) Die Ausweisung der Verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung . . . . .	263
(a) Verluste aus der Realisierung des Ausfallrisikos . . . . .	263

(b) Verluste aus der Realisierung des Markt- und Liquiditätsrisikos . . . . .	264
(2) Die Auswirkungen auf den Nettogewinn der EZB . . . . .	264
cc) Zwischenergebnis . . . . .	266
c) Die Grenze der primärrechtlichen Vergemeinschaftung von Verlusten . . . . .	266
d) Ergebnis zur begrenzten Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB unter den nationalen Zentralbanken . . . . .	267
2. Die eigenständige Verlusttragung durch die nationalen Zentralbanken . . . . .	267
a) Die Verteilung der monetären Einkünfte zwischen den nationalen Zentralbanken . . . . .	267
b) Die Ermittlung der monetären Einkünfte einer nationalen Zentralbank . . . . .	269
aa) Die gesondert zu erfassenden Vermögenswerte . . . . .	270
bb) Die Bemessung des Ertrages aus den erfassten Vermögenswerten . . . . .	272
cc) Zwischenergebnis . . . . .	273
c) Die Möglichkeiten einer nationalen Zentralbank zur Verrechnung von Kosten und Verlusten mit den monetären Einkünften . . . . .	273
aa) Obligatorische Verrechnung von Zinszahlungen . . . . .	274
bb) Weitere Verrechnungsmöglichkeiten auf der Grundlage eines Beschlusses des EZB-Rats . . . . .	275
d) Ergebnis zur eigenständigen Verlusttragung der nationalen Zentralbanken . . . . .	276
III. Überblick über die gegenwärtige Kompetenzverteilung bei der Ausführung der Offenmarktpolitik . . . . .	276
1. Sekundärrechtliche Grundlagen der Kompetenzverteilung . . . . .	276
a) Die Leitlinie allgemeine Dokumentation . . . . .	276
b) Die nicht-öffentlichen Leitlinien über die Umsetzung der Wertpapierankäufe . . . . .	277
2. Das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen der operativen Tätigkeit der nationalen Zentralbanken und der EZB . . . . .	278
a) Der Grundsatz der dezentralen Ausführung der Offenmarktgeschäfte nach der Leitlinie allgemeine Dokumentation . . . . .	278
b) Die operative Tätigkeit der EZB im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme . . . . .	278
3. Die Verteilung von Kompetenzen zwischen den nationalen Zentralbanken . . . . .	279
a) Die Kompetenzverteilung nach dem Regionalprinzip . . . . .	279
b) Die Zuteilung von Ankaufkontingenten am Maßstab des Anteils der nationalen Zentralbanken am Kapitalschlüssel des Eurosystems . . . . .	280

c) Die selektive Dezentralisierung im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme . . . . .	281
IV. Ergebnis zur Primärebene der Verlustverteilung . . . . .	282
B. Die Sekundärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über die Vergemeinschaftung von Verlusten . . . . .	283
I. Die Beschlusskompetenzen des EZB-Rats zur weitergehenden Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB . . . . .	283
1. Der Ausgleich eines Bilanzverlusts der EZB durch Rückgriff auf die monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken . . . . .	283
2. Weitere Verpflichtungen der nationalen Zentralbanken zur Kompensation eines Bilanzverlusts der EZB . . . . .	285
a) Die Kompensation von Verlusten im Wege einer Veränderung des Eigenkapitals der EZB . . . . .	285
aa) Die Erhöhung des Eigenkapitals . . . . .	285
(1) Die rechtlichen Grundlagen einer Kapitalerhöhung durch den EZB-Rat . . . . .	285
(2) Die Einzahlung der Kapitalanteile durch die nationalen Zentralbanken . . . . .	287
(3) Die gegenwärtigen Möglichkeiten einer Kapitalerhöhung der EZB . . . . .	288
(4) Die lediglich mittelbaren Auswirkungen einer Kapitalerhöhung auf den Bilanzverlust der EZB . . . . .	289
bb) Die Herabsetzung des Eigenkapitals . . . . .	291
(1) Die Kapitalherabsetzung als Mechanismus zur Kompensation eines Bilanzverlusts . . . . .	291
(2) Die Unzulässigkeit einer Kapitalherabsetzung durch den EZB-Rat . . . . .	292
cc) Zwischenergebnis . . . . .	293
b) Die Kompensation von Verlusten im Wege einer Nachschusspflicht der nationalen Zentralbanken . . . . .	294
aa) Nachschusspflichten der Anteilseigner einer Zentralbank . . . . .	294
bb) Nachschusspflichten der nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB . . . . .	294
3. Ergebnis zu den Beschlusskompetenzen des EZB-Rats zur weitergehenden Vergemeinschaftung von Verlusten der EZB . . . . .	297
II. Die Beschlusskompetenz des EZB-Rats zur Vergemeinschaftung von Verlusten der nationalen Zentralbanken . . . . .	297
1. Art. 32.4 UAbs. 2 Satz 1 Var. 2 ESZB/EZB-Satzung als Grundlage für die Vergemeinschaftung von Verlusten aus der Offenmarktpolitik . . . . .	298
a) Die Verluste aus währungspolitischen Operationen des Eurosystems . . . . .	298

b) Das Kriterium der Spezifität der Verluste . . . . .	298
c) Beschränkung des Anwendungsbereichs auf Fälle einer selektiven Dezentralisierung von Aufgaben im Eurosystem? . . . . .	299
2. Das Vorliegen „außergewöhnlicher Umstände“ als Voraussetzung einer Vergemeinschaftung von Verlusten . . .	301
a) Kein Ausschluss einer allgemeinen Vergemeinschaftung von Verlusten unter Art. 32.4 UAbs. 2 Satz 1 Var. 2 ESZB/EZB-Satzung . . . . .	301
b) Die zu berücksichtigenden und zu bewertenden Umstände . . . . .	301
aa) Die Interpretationsoffenheit des Wortlauts . . . . .	301
bb) Die denkbaren Perspektiven . . . . .	302
(1) Die Perspektive auf die Vorhersehbarkeit des Entstehungsereignisses des Verlusts . . . . .	302
(2) Die Perspektive auf die Aufgabenwahrnehmung innerhalb des Eurosystems . . . . .	303
cc) Der Entscheidungsspielraum des EZB-Rats . . . . .	303
c) Potentielle Anwendungsfälle unter Berücksichtigung des gegenwärtigen Regelungsgefüges zur Aufgaben- wahrnehmung innerhalb des Eurosystems . . . . .	304
aa) Die selektive Dezentralisierung im Rahmen der Geldpolitik . . . . .	304
bb) Die fehlende Möglichkeit zur eigenständigen Risikokontrolle . . . . .	304
(1) Folgen für die Zulässigkeit einer Vergemein- schaftung von Verlusten aus den Kredit- geschäften des Eurosystems . . . . .	305
(2) Folgen für die Zulässigkeit einer Vergemein- schaftung von Verlusten aus den Wertpapier- ankaufprogrammen . . . . .	305
3. Das Ermessen des EZB-Rats bei der Entscheidung über die Vergemeinschaftung von Verlusten unter Art. 32.4 UAbs. 2 Satz 1 Var. 2 ESZB/EZB-Satzung . . . . .	307
a) Das Ermessen hinsichtlich des „Ob“ der Vergemein- schaftung . . . . .	307
b) Das Ermessen des EZB-Rats im Hinblick auf Form und Höhe der Entschädigung . . . . .	308
aa) Die Verrechnung mit den monetären Einkünften der nationalen Zentralbanken und andere Entschädigungsformen . . . . .	308
bb) Die fehlende Begrenzung der Höhe der zulässigen Entschädigung . . . . .	309
c) Die gebotene Vergemeinschaftung von Verlusten anhand des Kapitalschlüssels des Eurosystems . . . . .	310

4. Ergebnis zur Beschlusskompetenz des EZB-Rats zur Vergemeinschaftung von Verlusten zwischen den nationalen Zentralbanken . . . . .	311
III. Überblick über die Praxis des EZB-Rats zur Vergemein- schaftung von Verlusten zwischen den nationalen Zentralbanken . . . . .	312
1. Vorbemerkung zur Nachweisführung anhand öffentlich zugänglicher Quellen . . . . .	312
a) Veröffentlichung der Beschlüsse des EZB-Rats als Voraussetzung ihrer rechtlichen Existenz? . . . . .	312
b) (Teil-)Ablehnung eines Antrages auf Dokumentenzugang durch die EZB . . . . .	313
2. Die Vergemeinschaftung von Verlusten aus den Offenmarkt- geschäften als praktischer Regelfall . . . . .	315
a) Die Vergemeinschaftung von Verlusten im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme . . . . .	315
b) Die Vergemeinschaftung von Verlusten im Rahmen der Kreditgeschäfte . . . . .	316
IV. Ergebnis zur Sekundärebene der Verlustverteilung . . . . .	318
C. Ergebnisse zu § 9 . . . . .	318
§ 10 Die materiell-rechtliche Determinierung der Verlustverteilung . . .	319
A. Materiell-unionsrechtliche Grenzen für die Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	320
I. Die notwendige Unterscheidung nach dem Belastungs- adressaten . . . . .	320
II. Die Unionsrechtskonformität einer Belastung der nationalen Zentralbanken mit Verlusten aus dem Ausfall eines anderen Euro-Mitgliedstaates . . . . .	322
1. Die Vereinbarkeit mit der „Nichtbeistandsklausel“ . . . . .	322
2. Die Vereinbarkeit mit dem Verbot der monetären Haushalts- finanzierung . . . . .	323
3. Ergebnis zur Unionsrechtskonformität einer Belastung der nationalen Zentralbanken mit Verlusten aus dem Ausfall eines anderen Euro-Mitgliedstaates . . . . .	326
III. Die Unionsrechtskonformität der Verlustverteilung bei einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten für die Verluste der nationalen Zentralbanken . . . . .	326
1. Die Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken . . . . .	328
a) Formen einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	328
aa) Keine Haftung aufgrund der Stellung als Berechtigte des Gewinns der nationalen Zentralbanken . . . . .	328



bb) Haftung aufgrund von Nachschusspflichten . . . . .	330
b) Zur Haftung der Euro-Mitgliedstaaten nach dem Unionsrecht . . . . .	330
aa) Das Fehlen einer ausdrücklichen Haftungsgrundlage . . . . .	330
bb) Die Haftung der Euro-Mitgliedstaaten nach dem innerstaatlichen Recht . . . . .	331
(1) Die Rechtslage nach den nationalen Zentralbankgesetzen . . . . .	331
(2) Die verfassungsrechtliche Anstaltslast der Bundesrepublik Deutschland gegenüber der Deutschen Bundesbank . . . . .	332
(3) Zwischenergebnis . . . . .	334
c) Zur unionsrechtlichen Forderung nach einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten nach dem innerstaatlichen Recht . . . . .	334
aa) Die Rechtsauffassung der EZB . . . . .	335
bb) Diskussion . . . . .	337
(1) Die begrenzten Möglichkeiten der EZB zur Kompensation von Verlusten über „externe“ Finanzmittel . . . . .	337
(2) Die Fähigkeit der nationalen Zentralbanken zur Erfüllung ihrer finanziellen Verpflichtungen gegenüber der EZB . . . . .	339
(3) Das Risikoportfolio der nationalen Zentralbanken und die Bedeutung des Eigenkapitals für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik einer Zentralbank . . . . .	341
(a) Unterschiede im Risikoportfolio zwischen den nationalen Zentralbanken und der EZB . . . . .	341
(b) Zum Zusammenhang zwischen der Bilanzsituation einer Zentralbank und ihrer Fähigkeit zur Gewährleistung von Preisstabilität . . . . .	343
(c) Negatives oder verringertes Eigenkapital als adäquater Anknüpfungspunkt für eine Pflicht zur fiskalischen Unterstützung der Zentralbanken? . . . . .	345
cc) Zwischenergebnis . . . . .	349
d) Ergebnis zur Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken . . . . .	349
2. Grenzen für die Verlustverteilung bei unterstellter Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken . . . . .	350
a) Das Szenario einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten für Verluste der nationalen Zentralbanken aus dem Ankauf von Staatsanleihen . . . . .	350

aa) Zur Realisierung des mit den Staatsanleihekäufen verbundenen Ausfallrisikos . . . . .	351
bb) Zur Überschreitung der finanziellen Reserven einer nationalen Zentralbank . . . . .	352
b) Die Folgen des Haftungsszenarios für die unionsrechtliche Bewertung der Entscheidungen des EZB-Rats über die Verlustverteilung . . . . .	353
aa) Kein Verstoß gegen die „Nichtbeistandsklausel“ . . .	353
(1) Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV als eine an die EU-Mitgliedstaaten gerichtete Verbotsnorm . . .	354
(2) Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV als ein den Schutz der EU-Mitgliedstaaten bezweckender Haftungsausschluss . . . . .	356
(3) Zwischenergebnis . . . . .	358
bb) Kein Verstoß gegen den Grundsatz loyaler Zusammenarbeit . . . . .	358
(1) Das Verbot der Beeinträchtigung der praktischen Wirksamkeit des Art. 125 Abs. 1 Satz 2 AEUV . .	358
(2) Zur Unionsrechtskonformität einer Entschädigung der nationalen Zentralbanken durch die Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	360
(3) Zwischenergebnis . . . . .	362
cc) Verstoß gegen das Prinzip der Eigenständigkeit der nationalen Haushalte . . . . .	362
(1) Herleitung . . . . .	364
(2) Normativer Gehalt . . . . .	364
(3) Folgerungen für die Entscheidung des EZB-Rats über die Verlustverteilung . . . . .	366
c) Befreiung der EZB von den unionsrechtlichen Grenzen durch eine Verknüpfung der Anleihekäufe mit der Gewährung einer Stabilitätshilfe durch den ESM? . . . .	368
d) Ergebnis zu den Grenzen der Verlustverteilung bei unterstellter Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken . . . .	369
IV. Ergebnis zu den materiell-rechtlichen Grenzen für die Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .	369
B. Allgemeine Geltung beanspruchende materiell-unionsrechtliche Grenzen . . . . .	370
I. Das Gebot der Wahrung der Finanzkraft der Zentralbanken des Eurosystems . . . . .	370
1. Gegenstand und Grundlage des Gebots . . . . .	371
2. Auswirkungen auf die Entscheidung des EZB-Rats über die Verteilung von Verlusten zwischen den Zentralbanken . . . .	372

a) Das Gebot der Wahrung der Finanzkraft der Zentralbanken als Grenze für die Entscheidung über die Verlustverteilung . . . . .	373
b) Das Gebot der Wahrung der Finanzkraft der Zentralbanken als Auslöser einer Verpflichtung zur Vergemeinschaftung von Verlusten . . . . .	377
II. Materiell-unionsrechtliche Grenzen aus im Intraorganverhältnis wirkenden Rücksichtnahmepflichten . . . . .	380
1. Überlegungen zur Begründung einer Rücksichtnahmepflicht sowie zu ihrem auslösenden Moment . . . . .	380
a) Die Rolle der Präsidenten der nationalen Zentralbanken bei der Entscheidung über die Verlustverteilung . . . . .	380
b) Die Verfassungsbindung des Bundesbankpräsidenten als auslösendes Moment . . . . .	381
2. Stellungnahme . . . . .	382
C. Ergebnisse zu § 10 . . . . .	386
 Schlussbetrachtung . . . . .	 389
 § 11 Das Eurosystem als wirtschaftliche Einheit ohne überschießende Tendenz . . . . .	 389
 § 12 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung . . . . .	 391
 Literaturverzeichnis . . . . .	 407
Sachverzeichnis . . . . .	427