

# 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<br>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<br>konventionellen Zinspolitik . . . . .                     | 75  |
| C. Die gewandelte Bedeutung der Offenmarktpolitik in Gestalt<br>der unkonventionellen Bilanzpolitik . . . . . | 89  |
| Zweiter Teil: Die Verlustrisiken der Offenmarktpolitik:   |     |
| Tatsächliche und rechtliche Parameter . . . . .   | 109 |
| § 5 Die Finanzgeschäfte des EurosysteMs zur Durchführung<br>der Offenmarktpolitik . . . . .                   | 111 |
| A. Die rechtlichen Grundlagen der Finanzgeschäfte<br>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        |
| <b>Dritter Teil: Der unionsrechtliche Rahmen für die Verteilung von Verlusten . . . . .</b> |  | <b>219</b> |
| § 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-unionsrechtliche Grenzen . . . . .   | 370        |
| C.  | Ergebnisse zu § 10 . . . . .   | 386        |
| <b>Schlussbetrachtung . . . . .</b>   |  | <b>389</b> |
| § 11  | Das Eurosystem als wirtschaftliche Einheit ohne überschießende Tendenz . . . . .   | 389        |
| § 12  | Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung . . . . .   | 391        |

# Inhaltsverzeichnis

|   |       |
|---|-------|
| Vorwort . . . . .   | V     |
| Abkürzungsverzeichnis . . . . .   | XXVII |
| <br>  |       |
| Einleitung . . . . .  | 1     |
| § 1 Einführung in den Gegenstand sowie Anliegen der Untersuchung . . . . .  | 1     |
| <br>  |       |
| Erster Teil: Die Offenmarktpolitik des Eurosystems:<br>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<br>der Union . . . . .   | 12    |
| II. Die rechtstechnische Verarbeitung der differenzierten<br>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<br>des nationalen Rechts . . . . .                                       | 21    |
| b) Die Organisations- und Personalhoheit der<br>Mitgliedstaaten . . . . .   | 22    |
| c) Die unterschiedlichen Organisationsformen der<br>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 |
| <br>§ 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:<br>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) Hauptfinanzierungsgeschäfte . . . . .   | 86  |
| b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte . . . . .   | 87  |
| c) Feinsteuerungsoperationen . . . . .   | 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 Interbankengeldmarkt 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 Refinanzierungs-geschäfte . . . . .  | 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:<br>Tatsächliche und rechtliche Parameter . . . . .                                | 109 |
| § 5 Die Finanzgeschäfte des Eurosystems zur Durchführung<br>der Offenmarktpolitik . . . . .   | 111 |
| A. Die rechtlichen Grundlagen der Finanzgeschäfte des<br>Eurosystems . . . . .  | 111 |
| I. Die Bestimmung des Kreises zulässiger Finanzgeschäfte<br>durch die ESZB/EZB-Satzung und die nationalen<br>Zentralbankgesetze . . . . . | 111 |
| II. Das nationale (Zivil-)Recht als anwendbares Recht . . . . .   | 112 |
| III. Die Vorgaben der EZB und ihre Umsetzung durch die<br>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<br>das Kreditrisiko . . . . .  | 125 |
| 1. Das Erfordernis der Besicherung der Darlehensvergabe . . . . .   | 125 |
| 2. Die automatische Besicherung im Rahmen von Pensions-<br>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<br>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) Schuldtitle internationaler Organisationen . . . . .   | 136 |
| aa) Internationale Organisationen i. S. d.<br>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<br>der Mitgliedstaaten . . . . .                      | 140 |
| (2) Finanzausstattung . . . . .   | 143 |
| (3) Finanzierungs- und Nachschusspflichten<br>der EU-Mitgliedstaaten . . . . .                        | 145 |
| b) Schuldtitle multilateraler Entwicklungsbanken . . . . .  | 148 |
| aa) Multilaterale Entwicklungsbanken i. S. d.<br>PSPP-Beschlusses . . . . .                           | 148 |
| bb) Gemeinsame Merkmale multilateraler Entwicklungsbanken . . . . .                                   | 148 |
| cc) Das Beispiel der EIB . . . . .  | 149 |
| c) Schuldtitle anerkannter Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag . . . . .                     | 150 |
| aa) Im Rahmen des PSPP-Beschlusses anerkannte<br>Institutionen . . . . .                              | 150 |
| bb) Das Beispiel der deutschen Förderbanken . . . . .   | 150 |
| d) Ergebnis zum Ankauf von nichtstaatlichen Schuldtiteln<br>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<br>innerhalb des Euro-Währungsgebiets . . . . . | 156 |
| aa) Die Stabilitätshilfen des ESM . . . . .   | 156 |
| (1) Die einzelnen Finanzhilfeinstrumente des ESM .  | 157 |
| (2) Die Voraussetzungen für den Zugang zu<br>Stabilitätshilfen . . . . .                              | 158 |
| bb) Die Umschuldung der staatlichen Anleihe-<br>verbindlichkeiten . . . . .                           | 161 |
| (1) Möglichkeiten des Staates zur Durchführung<br>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) Referenzgrößen für die Verteilung der Ankäufe . . . . .   | 205 |
| b) Ankaufobergrenzen . . . . .   | 206 |
| C. Die geldpolitischen Grenzen der Risikokontrolle . . . . .   | 208 |
| I. Das Spannungsfeld zwischen der Risikokontrolle und<br>der Funktionsfähigkeit der Geldpolitik . . . . .                                      | 208 |
| II. Die Lockerungen der Risikokontrollmaßnahmen seit<br>der Finanzkrise . . . . .  | 209 |
| 1. Entwicklungen im Rahmen der Kreditgeschäfte . . . . .   | 209 |
| a) Die Herabsetzung der Kriterien für die Notenbank-<br>fähigkeit von Sicherheiten . . . . .   | 209 |
| b) Die Anpassung der anzuwendenden<br>Bewertungsabschläge . . . . .  | 212 |
| 2. Entwicklungen im Rahmen der endgültigen<br>Wertpapierankäufe . . . . .  | 213 |
| § 8 Die Auswirkungen der unkonventionellen Bilanzpolitik auf<br>das geldpolitische Risikoportfolio des Eurosystems . . . . .                   | 214 |
| A. Quantitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung<br>der Bilanzsumme des Eurosystems . . . . .                                      | 214 |
| B. Qualitative Erhöhung der Verlustrisiken: Die Entwicklung<br>der Zusammensetzung der Zentralbankbilanz . . . . .                             | 216 |
| Dritter Teil: Der unionsrechtliche Rahmen für die Verteilung<br>von Verlusten . . . . .  | 219 |
| § 9 Die Kompetenzen des EZB-Rats . . . . .   | 219 |
| A. Die Primärebene: Die Entscheidung des EZB-Rats über<br>die Verteilung der geldpolitischen Ausführungskompetenzen<br>im Eurosystem . . . . . | 220 |
| I. Die Kompetenzverteilungskompetenz des EZB-Rats . . . . .  | 220 |
| 1. Die ausschließliche Kompetenz der EZB zur Ausführung<br>der Geldpolitik . . . . .   | 221 |
| a) Die Ausführung der Geldpolitik als ausschließliche<br>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. 17ff. 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 Sachgerechtigkeit 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 Marktteilnehmer . . . . .  | 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 |

| <i>Inhaltsverzeichnis</i>  | XXI |
|--|-----|
| 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 Entstehungseignisses 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 Aufgabenwahrnehmung 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 Vergemeinschaftung von Verlusten aus den Kreditgeschäften des Eurosystems . . . . .                                    | 305 |
| (2) Folgen für die Zulässigkeit einer Vergemeinschaftung von Verlusten aus den Wertpapierankaufprogrammen . . . . .  | 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 Vergemeinschaftung . . . . .   | 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        |
| <b>III. Überblick über die Praxis des EZB-Rats zur Vergemeinschaftung von Verlusten zwischen den nationalen Zentralbanken . . . . .</b>                         | <b>312</b> |
| 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 Offenmarktgeschäften als praktischer Regelfall . . . . .  | 315        |
| a) Die Vergemeinschaftung von Verlusten im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme . . . . .   | 315        |
| b) Die Vergemeinschaftung von Verlusten im Rahmen der Kreditgeschäfte . . . . .   | 316        |
| <b>IV. Ergebnis zur Sekundärebene der Verlustverteilung . . . . .</b>   | <b>318</b> |
| <b>C. Ergebnisse zu § 9 . . . . .</b>   | <b>318</b> |
| <b>§ 10 Die materiell-rechtliche Determinierung der Verlustverteilung . . . . .</b>   | <b>319</b> |
| A. Materiell-unionsrechtliche Grenzen für die Verteilung von Verlusten aus dem Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten . . . . .                     | 320        |
| I. Die notwendige Unterscheidung nach dem Belastungsadressaten . . . . .  | 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 Haushaltfinanzierung . . . . .  | 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<br>Unionsrecht . . . . .   | 330 |
| aa) Das Fehlen einer ausdrücklichen Haftungsgrundlage   | 330 |
| bb) Die Haftung der Euro-Mitgliedstaaten nach dem<br>innerstaatlichen Recht . . . . .   | 331 |
| (1) Die Rechtslage nach den nationalen Zentralbank-<br>gesetzen . . . . .   | 331 |
| (2) Die verfassungsrechtliche Anstaltslast der<br>Bundesrepublik Deutschland gegenüber der<br>Deutschen Bundesbank . . . . .  | 332 |
| (3) Zwischenergebnis . . . . .  | 334 |
| c) Zur unionsrechtlichen Forderung nach einer Haftung der<br>Euro-Mitgliedstaaten nach dem innerstaatlichen Recht .   | 334 |
| aa) Die Rechtsauffassung der EZB . . . . .  | 335 |
| bb) Diskussion . . . . .  | 337 |
| (1) Die begrenzten Möglichkeiten der EZB zur<br>Kompensation von Verlusten über „externe“<br>Finanzmittel . . . . .   | 337 |
| (2) Die Fähigkeit der nationalen Zentralbanken zur<br>Erfüllung ihrer finanziellen Verpflichtungen<br>gegenüber der EZB . . . . .                                       | 339 |
| (3) Das Risikoportfolio der nationalen Zentral-<br>banken und die Bedeutung des Eigenkapitals<br>für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik einer<br>Zentralbank . . . . . | 341 |
| (a) Unterschiede im Risikoportfolio zwischen<br>den nationalen Zentralbanken und der EZB .  | 341 |
| (b) Zum Zusammenhang zwischen der<br>Bilanzsituation einer Zentralbank und ihrer<br>Fähigkeit zur Gewährleistung von<br>Preisstabilität . . . . .                       | 343 |
| (c) Negatives oder verringertes Eigenkapital<br>als adäquater Anknüpfungspunkt für eine<br>Pflicht zur fiskalischen Unterstützung der<br>Zentralbanken? . . . . .       | 345 |
| cc) Zwischenergebnis . . . . .  | 349 |
| d) Ergebnis zur Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur<br>Haftung für Verluste der nationalen Zentralbanken . . . .   | 349 |
| 2. Grenzen für die Verlustverteilung bei unterstellter<br>Verpflichtung der Euro-Mitgliedstaaten zur Haftung für<br>Verluste der nationalen Zentralbanken . . . . .     | 350 |
| a) Das Szenario einer Haftung der Euro-Mitgliedstaaten<br>für Verluste der nationalen Zentralbanken aus dem<br>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 |
| <br>Schlussbetrachtung . . . . .   | 389 |
| § 11 Das Eurosystem als wirtschaftliche Einheit ohne überschießende Tendenz . . . . .  | 389 |
| § 12 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung  | 391 |
| <br>Literaturverzeichnis . . . . .   | 407 |
| Sachverzeichnis . . . . .  | 427 |