

Deutscher Bundestag  
Referat PE 5 – Europa-Dokumentation



**EUFIN 392/2020**

Frankfurt am Main, den 30. November 2017

An den

**GERICHTSHOF DER EUROPÄISCHEN UNION**

Kanzler  
Rue du Fort Niedergrünwald  
L-2925 Luxemburg

**Per e-Curia**

**SCHRIFTLICHE ERKLÄRUNG**

nach Art. 23 der Satzung des Gerichtshofs und Art. 96 der Verfahrensordnung des Gerichtshofs,

eingereicht von der EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland, vertreten durch Prof. Dr. Chiara Zilioli, Christian Kropfenstedt und Dr. Karen Kaiser als Bevollmächtigte, im Beistand von Rechtsanwalt Prof. Dr. Hans-Georg Kamann, WilmerHale, Ulmenstraße 37-39, 60325 Frankfurt am Main

in der **Rechtssache C-493/17**

**Beschwerdeführer der Ausgangsverfahren**

- I) Dr. Heinrich Weiss, Eduard-Schloemann-Straße 4, 40237 Düsseldorf, u.a.,
- II) Prof. Dr. Bernd Lucke, Am Brackende 2, 21423 Winsen (Luhe), u.a.,
- III) Dr. Peter Gauweiler, Promenadeplatz 9, 80333 München,
- IV) Prof. Dr. Johann Heinrich von Stein, Rößlinweg 3-5, 70184 Stuttgart, u.a.

### Inhaltsverzeichnis

<b>A. SACHVERHALT .....</b>	<b>5</b>
I. Einführung.....	6
II. Der Abwärtsdruck auf die Inflation im Euroraum und die Reaktion der EZB hierauf von April 2013 bis Dezember 2014 .....	7
III. Die Ausgangslage im Januar 2015.....	9
IV. Die Einführung des PSPP.....	11
V. Die Finanzmarktreaktionen auf Ankündigung des APP und die aus geldpolitischer Sicht günstige Entwicklung in der ersten Jahreshälfte 2015 .....	14
VI. Finanzmarkturbulenzen und sukzessive Eintrübung des globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftsumfeld in der zweiten Jahreshälfte 2015 und die Entscheidungen der EZB im Dezember 2015 .....	16
VII. Weitere Entwicklungen und die Reaktion der EZB hierauf im Jahr 2016 .....	20
VIII. Sukzessive Erholung und Ausblick.....	23
<b>B. RECHTLICHE WÜRDIGUNG DER VORLAGEFRAGEN .....</b>	<b>24</b>
I. Die erste und zweite Vorlagefrage.....	24
1. Zusammenfassung und Umformulierung der Vorlagefragen.....	24
a) Erste Vorlagefrage .....	24
b) Zweite Vorlagefrage .....	26
2. Der Prüfungsmaßstab aus Art. 123 AEUV.....	26
3. Vereinbarkeit des PSPP-Beschlusses mit Art. 123 AEUV.....	30
a) Keine gleiche Wirkung wie der Erwerb an den Primärmärkten .....	30
(1) Garantien, die Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer und der nationalen Schuldenagenturen ausschließen .....	31
(2) Garantien sind trotz angekündigter Modalitäten hinreichend.....	38
(3) Keine darüber hinausgehende Ableitbarkeit der Ankaufpraxis .....	40
(4) Bedingte Offenlegung der Stillhaltefrist .....	41
b) Kein anderweitiger Verlust des Anreizes, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen .....	42
(1) Zusätzliche Garantien, die den Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Anreiz, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, begrenzen.....	42
(2) Garantien sind trotz eventuellem Halten bis zum Eintritt der Fälligkeit hinreichend .....	47
(3) Garantien trotz Erwerbs von Anleihen mit negativer Rendite hinreichend .....	51
c) Weitergehende Kontrollmöglichkeiten .....	53
(1) Funktionieren der Sekundärmärkte .....	54
(2) Emissionsverhalten der nationalen Schuldenagenturen .....	55
(3) Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten des Euroraums .....	56
II. Die dritte und vierte Vorlagefrage .....	57
1. Zusammenfassung und Umformulierung der Vorlagefragen .....	57



2.	Der Prüfungsmaßstab aus Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB.....	57
3.	Vereinbarkeit des PSPP-Beschlusses mit Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB...	57
	a) Geldpolitische Natur des PSPP-Beschlusses.....	60
	(1) Geldpolitisches Ziel.....	60
	(2) Geldpolitische Mittel.....	61
	(3) Mittelbare Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik in der Union ...	61
	b) Verhältnismäßigkeit des PSPP-Beschlusses .....	63
	(1) Geeignetheit des PSPP-Beschlusses .....	64
	(2) Erforderlichkeit des PSPP-Beschlusses.....	65
	(3) Verhältnismäßigkeit im engeren Sinn des PSPP-Beschlusses .....	69
	(4) Weitergehende Kontrollmöglichkeiten .....	75
	c) Ausreichende Begründung des PSPP-Beschlusses .....	76
III.	Die fünfte Vorlagefrage .....	77
<b>C.</b>	<b>GESAMTERGEBNIS</b> .....	79
<b>D.</b>	<b>VERZEICHNIS DER ANHÄNGE</b> .....	80
	I. Verfahrensrechtlicher Anhang .....	80
	II. Weitere Anhänge .....	80

1. Mit Beschluss vom 18. Juli 2017 hat das Bundesverfassungsgericht die Ausgangsverfahren ausgesetzt und dem Gerichtshof fünf Fragen nach Art. 267 Abs. 1 Buchstabe b) AEUV vorgelegt, die die Vereinbarkeit des Beschlusses (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank („EZB“) vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten<sup>1</sup> (Public Sector Assets Purchase Programme – „PSPP“) in der Fassung des Beschlusses (EU) 2015/2101 vom 5. November 2015,<sup>2</sup> des Beschlusses (EU) 2015/2464 vom 16. Dezember 2015,<sup>3</sup> des Beschlusses (EU) 2016/702 vom 18. April 2016<sup>4</sup> und des Beschlusses (EU) 2017/100 vom 11. Januar 2017<sup>5</sup> („PSPP-Beschluss“) mit den Verträgen betreffen. Die Beschlüsse (EU) 2015/2464 und (EU) 2017/100 sind zwar von dem vorlegenden Gericht nicht genannt worden, haben den Beschluss (EU) 2015/774 aber geändert, so dass sie für die Frage der Gültigkeit des Beschlusses (EU) 2015/774 in seiner gegenwärtigen Fassung mit heranzuziehen sind. Hingegen hat der von dem vorlegenden Gericht genannte Beschluss (EU) 2016/1041 vom 22. Juni 2016<sup>6</sup> den Beschluss (EU) 2015/774 nicht geändert, sondern ist auf ihn gestützt.<sup>7</sup>
  
2. In ihrer schriftlichen Erklärung erläutert die EZB in einem ersten Schritt ausführlich den tatsächlichen Rahmen des streitgegenständlichen Beschlusses aus geldpolitischer Sicht (siehe unten A.). Dies ist in Vorabentscheidungsverfahren nach Rn. 11 der Praktischen Anweisungen des Gerichtshofs nur dann nicht erforderlich, wenn

---

<sup>1</sup> Beschluss (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10) (Amtsblatt L 121, 14.5.2015, S. 20) (**Anhang 2a**).

<sup>2</sup> Beschluss (EU) 2015/2101 der Europäischen Zentralbank vom 5. November 2015 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/33) (Amtsblatt L 303, 20.11.2015, S. 106) (**Anhang 3a**).

<sup>3</sup> Beschluss (EU) 2015/2464 der Europäischen Zentralbank vom 16. Dezember 2015 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/48) (Amtsblatt L 344, 30.12.2015, S. 1) (**Anhang 4a**).

<sup>4</sup> Beschluss (EU) 2016/702 der Europäischen Zentralbank vom 18. April 2016 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2016/8) (Amtsblatt L 121, 11.5.2016, S. 24) (**Anhang 5a**).

<sup>5</sup> Beschluss (EU) 2017/100 der Europäischen Zentralbank vom 11. Januar 2017 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2017/1) (Amtsblatt L 16, 20.1.2017, S. 51) (**Anhang 6a**).

<sup>6</sup> Beschluss (EU) 2016/1041 der Europäischen Zentralbank vom 22. Juni 2016 über die Notenbankfähigkeit der von der Hellenischen Republik begebenen oder in vollem Umfang garantierten marktfähigen Schuldtitel und zur Aufhebung des Beschlusses (EU) 2015/300 (EZB/2016/18) (Amtsblatt L 169, 28.6.2016, S. 14).

<sup>7</sup> Art. 5 Abs. 2 des Beschlusses (EU) 2016/1041 stellt lediglich fest, dass bei Abweichungen zu dem Beschluss (EU) 2015/774 (**Anhang 2a**) der Beschluss (EU) 2016/1041 maßgeblich ist.



kein Anlass zu ergänzenden Bemerkungen besteht. Die technische Natur des PSPP-Beschlusses, die komplexen Prognosen und Beurteilungen, die seinen unterschiedlichen Fassungen vorausgingen, und nicht zuletzt seine Einbettung in ein umfassendes Paket geldpolitischer Maßnahmen stellen jedoch nach Auffassung der EZB besondere Umstände dar, die eine solche ausführliche Darstellung rechtfertigen. In einem zweiten Schritt würdigt die EZB die Vorlagefragen rechtlich und geht in diesem Zusammenhang auf die einzelnen Gestaltungsmerkmale des PSPP ein (siehe unten B.). In einem dritten Schritt schlägt die EZB vor, wie die Vorlagefragen zu beantworten sind (siehe unten C.).

3. In diesem Zusammenhang vermerkt die EZB, dass der vorliegende Schriftsatz den in Rn. 11 der Praktischen Anweisungen des Gerichtshofs vorgegebenen Richtwert für die Länge von Schriftsätzen in Vorabentscheidungsverfahren übersteigt. Die bereits genannte Komplexität des tatsächlichen Rahmens des PSPP-Beschlusses, aber auch die Bedeutung des vorliegenden Verfahrens stellen jedoch nach Auffassung der EZB besondere Umstände dar, die eine Überschreitung rechtfertigen.

#### A. Sachverhalt

4. Das vorrangige Ziel des Eurosystem ist es nach Art. 127 Abs. 1 und Art. 282 Abs. 2 AEUV, die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet („Euroraum“) zu gewährleisten. Die EZB hat eine quantitative Definition von Preisstabilität entwickelt, wonach die jährliche Inflationsrate – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex („HVPI“) – unter 2 % liegen soll. Innerhalb des Rahmens der Preisstabilitätsdefinition von 0 % bis 2 % zielt die EZB darauf ab, mittelfristig eine Inflationsrate von „unter, aber nahe 2 %“ beizubehalten („Preisstabilitätsziel“).<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Siehe zur Entscheidung über die Preisstabilitätsdefinition die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 13. Oktober 1998, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981013.en.html> (Anhang 9a), und zur Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB, im Rahmen derer über den Zusatz „aber nahe“ entschieden wurde, das Presseseminar vom 8. Mai 2003, abrufbar unter [http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2003/html/is030508\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2003/html/is030508_1.en.html) (Anhang 9b). Siehe hierzu insgesamt „Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie“, EZB Monatsbericht, Juni 2013, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Monatsberichte/2003/2003\\_06\\_ezb\\_mb\\_text.pdf](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2003/2003_06_ezb_mb_text.pdf) (Anhang 9c), S. 87 ff., und die Zusammenfassung auf der Website der EZB <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html> (Anhang 9d).

5. Zur Erleichterung des Verständnisses der Darstellung des tatsächlichen Rahmens des PSPP-Beschlusses führt die EZB in einem ersten Schritt in die Bedingungen ein, unter denen die EZB über geldpolitische Maßnahmen zur Erreichung des Preisstabilitätsziels entscheidet (siehe unten I.). In einem zweiten Schritt beschreibt sie die Einführung, bisherige Anpassung und Umsetzung des PSPP im gegebenen Finanzmarkt- und Wirtschaftsumfeld aus geldpolitischer Sicht (siehe unten II. bis VIII.).

#### **I. Einführung**

6. Vor jeder geldpolitischen Entscheidung muss beurteilt werden, ob der Inflationsausblick von dem Preisstabilitätsziel abweicht und falls ja, welcher geldpolitische Kurs erforderlich ist, um derartige Abweichungen zu beseitigen. Anschließend müssen Maßnahmen ausgestaltet werden, die diesen geldpolitischen Kurs umsetzen, was eine Schätzung der Inflationswirkungen unterschiedlicher geldpolitischer Maßnahmen erfordert. Eine derartige Schätzung des Einflusses der Geldpolitik auf die Wirtschaft („geldpolitische Transmission“) stützt sich einerseits auf modelltheoretische Überlegungen, andererseits auf eine Analyse der vorhandenen Daten.
7. Durch die Geldpolitik wird eine Vielzahl von unterschiedlichen Mechanismen und Reaktionen seitens der Wirtschaftsteilnehmer in Gang gesetzt („Einflusskanäle“). Diese sind zwar wissenschaftlich erforscht, lassen sich aber nicht mit absoluter Sicherheit bestimmen. Diese Mechanismen und Reaktionen seitens der Wirtschaftsteilnehmer, die durch die Geldpolitik in Gang gesetzt werden, schlagen erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung auf die Preisentwicklung durch. Dies hat zur Folge, dass geldpolitische Maßnahmen nicht unmittelbar bewertet und angepasst werden können, sondern Zentralbanken sich über die Zeit ein Bild von deren tatsächlicher Wirkung im konkreten Fall machen müssen.
8. Außerdem können die Reichweite und Stärke des Einflusses der Geldpolitik auf die Wirtschaft je nach aktueller Wirtschaftslage variieren. Zum einen können parallel zu



geldpolitischen Maßnahmen andere Einflüsse auftreten, die die beabsichtigte Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen entweder konterkarieren oder verstärken.<sup>9</sup> Zum anderen hängt die Transmission von geldpolitischen Maßnahmen selbst von bestimmten Faktoren ab, die auf die Wirksamkeit der Einflusskanäle einwirken.<sup>10</sup> Daher müssen die Handlungsmöglichkeiten der Geldpolitik flexibel bleiben und geldpolitische Maßnahmen fortlaufend nachjustiert werden können.

## II. Der Abwärtsdruck auf die Inflation im Euroraum und die Reaktion der EZB hierauf von April 2013 bis Dezember 2014

9. Die Entwicklungen, die die EZB zur Einführung des PSPP im Januar 2015 und dessen Fortführung veranlasst haben, begannen im April 2013, als sich im Nachgang einer Rezession starker Abwärtsdruck auf die Inflation im Euroraum ergab, so dass das Preisstabilitätsziel verfehlt zu werden drohte. Um diesem Abwärtsdruck entgegenzuwirken, senkte die EZB die Leitzinsen im Mai und November 2013.<sup>11</sup> Ferner gab die EZB der Öffentlichkeit im Juli 2013 erstmals eine Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik („forward guidance“). Die EZB kommunizierte, dass sie beabsichtige, die Leitzinsen über längere Zeit auf ihrem niedrigen Niveau zu halten.<sup>12</sup>
10. Die Senkung der Leitzinsen erwies sich jedoch aufgrund einer weiteren Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage insbesondere im ersten Halbjahr 2014 als unzureichend, um den Abwärtsdruck auf die Inflation im Euroraum aufzuhalten und umzukehren. Dies spiegelte sich auch in einer wiederholten Abwärtskorrektur der

<sup>9</sup> So können sich z.B. ein globaler Nachfrageeinbruch, aber auch Änderungen der Preise für Rohöl und andere Rohstoffe kurzfristig unmittelbar auf die Inflation auswirken.

<sup>10</sup> So kann z.B. die generelle Solidität der Bankbilanzen in einer Volkswirtschaft beeinflussen, wie schnell und in welchem Maße sich Leitzinsänderungen der Zentralbanken auch in Bankkreditzinsänderungen niederschlagen.

<sup>11</sup> Im Mai 2013 beließ die EZB den Zinssatz der Einlagefazilität bei 0,00 %, senkte jedoch den Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 0,50 % und den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 1,00 % (siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 2. Mai 2013, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130502.en.html> (Anhang 10a)). Im November 2013 beließ die EZB den Zinssatz der Einlagefazilität ebenfalls bei 0,00 %, senkte den Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 0,25 % und den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 0,75 % (siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 7. November 2013, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is131107.en.html> (Anhang 10b)).

<sup>12</sup> Siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 4. Juli 2013, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html> (Anhang 11).



von internationalen Organisationen erstellten Inflationsprognosen wider,<sup>13</sup> einschließlich jener der Experten des Eurosystems<sup>14</sup>.

11. Die EZB reagierte hierauf mit einer Kombination weiterer geldpolitischer Maßnahmen. Sie setzte die Senkung der Leitzinsen im Juni und September 2014 fort, wodurch der Zinssatz der Einlagefazilität erstmals negativ wurde.<sup>15</sup> Diese Leitzinssenkung wurde flankiert von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften („Targeted Longer-Term Refinancing Operations“ – TLTROs)<sup>16</sup> sowie Ankäufen von Anleihen des privaten Sektors im Rahmen des Dritten Programms zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen („Third Covered Bonds Purchase Programme“ – CBPP3)<sup>17</sup> und des Programms zum Ankauf forderungsbesicherter Wertpapiere („Asset-Backed Securities Purchase Programme“ – ABSPP)<sup>18</sup>.

---

<sup>13</sup> Laut den gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2013 war z.B. für das Jahr 2014 eine Inflationsrate von 1,3 % zu erwarten gewesen (abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201309de.pdf> (Anhang 12a)). In den entsprechenden Projektionen vom Juni 2014 wurde diese Zahl hingegen auf 0,7 % herunterrevidiert (abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201406de.pdf> (Anhang 12b)). Ähnliche starke Abwärtskorrekturen wiesen auch die gesamtwirtschaftlichen Prognosen z.B. des Internationalen Währungsfonds, der Organisation für Wirtschaft, Entwicklung und Zusammenarbeit und der Europäischen Kommission auf (siehe hierzu die jeweils letzte Tabelle, in den zuvor angegebenen Dokumenten zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen).

<sup>14</sup> Eine Übersicht zu den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen ist abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>. Die jeweils letzte Tabelle in den dort einzusehenden Dokumenten zeigt die zu dem jeweiligen Zeitpunkt aktuellsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen von anderen internationalen Organisationen und Prognoseinstituten.

<sup>15</sup> Im Juni 2014 senkte die EZB den Zinssatz der Einlagefazilität auf -0,10 %, den Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von zwischenzeitlich 0,25 % auf 0,15 % und den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität von zwischenzeitlich 0,75 % auf 0,40 % (siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 5. Juni 2014, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140605.en.html> (Anhang 13a)). Im September 2014 senkte die EZB den Zinssatz der Einlagefazilität auf -0,20 %, den Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 0,05 % und den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 0,30 % (siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 4. September 2014, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html>) (Anhang 13b)).

<sup>16</sup> Bei den TLTROs handelt es sich um modifizierte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die den Geschäftsbanken gezielte Anreize zur Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte bieten. Die Umsetzung der angekündigten TLTROs erfolgte durch Beschluss (EU) 2014/541 der Europäischen Zentralbank vom 29. Juli 2014 über Maßnahmen im Zusammenhang mit gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (EZB/2014/34) (Amtsblatt L 258, 29.8.2014, S. 11).

<sup>17</sup> Die Umsetzung des angekündigten CBPP3 erfolgte durch Beschluss (EU) 2014/828 der Europäischen Zentralbank vom 15. Oktober 2014 über die Umsetzung des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (EZB/2014/40) (Amtsblatt EU L 355, 22.11.2014, S. 22).

<sup>18</sup> Die Umsetzung des angekündigten ABSPP erfolgte durch Beschluss (EU) 2015/5 der Europäischen Zentralbank vom 19. November 2014 über die Umsetzung des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2014/45) (Amtsblatt EU L 1, 6.1.2015, S. 4).



12. Trotz dieses Maßnahmenpakets verstärkte sich der Abwärtsdruck auf die Inflation im Winter 2014 massiv. Obwohl dieser Abwärtsdruck auf einen Verfall der – typischerweise volatilen – Preise für Rohstoffe, insbesondere für Rohöl, zurückzuführen war, mehrten sich Anzeichen, dass das Risiko von „Zweitrundeneffekten“<sup>19</sup> bestand. Diese Anzeichen wurden unter anderem durch marktbasierende Maße für die längerfristigen Inflationserwartungen bestätigt, die den Entwicklungen in den Rohölpreisen auf ihrem Abwärtstrend folgten.<sup>20</sup>

### III. Die Ausgangslage im Januar 2015

13. Im Januar 2015 klaffte eine beträchtliche Lücke zwischen dem Preisstabilitätsziel einerseits und der prognostizierten Inflationsrate andererseits. Die tatsächliche Inflationsrate hatte mit -0,6 % einen Wert erreicht, bei dem das Risiko einer deflationären Abwärtsspirale nicht mehr auszuschließen war.<sup>21</sup> Zudem zeigten die Inflationsprojektionen, dass ohne weitere geldpolitische Stimulierung nicht davon auszugehen war, dass sich mittelfristig eine Inflationsrate unter, aber nahe 2 % einstellen würde. So wurden die Inflationsprojektionen wiederum deutlich herunterrevidiert, nämlich von 1,1 % auf 0,7 % in 2015 und von 1,4 % auf 1,3 % in 2016, dem letzten Jahr des Prognosehorizonts.<sup>22</sup> Darüber hinaus befanden sich die marktbasierenden Inflationserwartungen auf einem historischen Tiefstand. Aus ihnen ließ sich ablesen, dass die Märkte zunehmend Zweifel hegten, ob die EZB längerfristig willens

<sup>19</sup> Zentralbanken reagieren auf Änderungen der Preise für Rohöl und andere Rohstoffe grundsätzlich erst, wenn das Risiko von „Zweitrundeneffekten“ besteht (siehe z.B. die Begründung für die Erhöhung der Leitzinsen durch die EZB in den einleitenden Stellungnahmen des Präsidenten der EZB in den Pressekonferenzen vom 3. Februar 2000, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2000/html/is000203.en.html> (Anhang 14a), und vom 3. Juli 2008, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2008/html/is080703.en.html> (Anhang 14b). Zweitrundeneffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sich Änderungen der Preise für Rohöl und andere Rohstoffe im Preis- und Lohnsetzungsverhalten widerspiegeln und längerfristige Abweichungen der Inflationsrate von dem Preisstabilitätsziel verursachen können. Als in Echtzeit verfügbare Indikatoren dafür, ob derartige Risiken bestehen, werden in der Praxis bestimmte Finanzmarktinstrumente, bspw. inflationsindexierte Anleihen und Inflationsswaps, herangezogen, die die im Markt vorherrschenden Erwartungen approximieren (siehe EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3/2015, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Wirtschaftsberichte/2015/2015\\_03\\_ezb\\_wb.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2015/2015_03_ezb_wb.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 14c), Kasten 4.

<sup>20</sup> EZB Monatsbericht, Ausgabe 12/2014, abrufbar [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Monatsberichte/2014/2014\\_12\\_ezb\\_mb.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2014/2014_12_ezb_mb.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 15), S. 57 ff. (Kasten 3).

<sup>21</sup> Eurostat Datenbank zu Harmonisierten Verbraucherpreisindizes.

<sup>22</sup> Siehe die gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2014, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201412.de.pdf>. Die Prognosen anderer Institutionen kamen zu ähnlichen Einschätzungen (Kasten 4) (Anhang 16).



und/oder in der Lage wäre, ihr Preisstabilitätsziel zu erreichen.<sup>23</sup> Diese Entwicklung war kritisch, da die Verankerung von mittel- und langfristigen Inflationserwartungen nahe dem Preisstabilitätsziel aus volkswirtschaftlicher Sicht von zentraler Bedeutung ist. Sie trägt dazu bei, dass das Preis- und Lohnsetzungsverhalten der privaten Wirtschaftsteilnehmer mit den Zielen der Geldpolitik im Einklang steht.<sup>24</sup>

14. Für die EZB bestand im Januar 2015 nahezu kein Spielraum, die Lücke zwischen der prognostizierten Inflationsentwicklung und dem Preisstabilitätsziel („Inflationslücke“) durch eine Ausweitung der bereits ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen zu schließen. Die von der EZB bis dahin eingeführten geldpolitischen konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen umfassten weitgehend alle auch von anderen Zentralbanken eingesetzten Instrumente, nämlich erstens niedrige Leitzinsen bis hin zu einem negativen Niveau des Zinssatzes der Einlagefazilität, zweitens eine Kommunikation über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen („forward guidance“), drittens TLTROs sowie viertens Ankaufprogramme von gedeckten Schuldverschreibungen und forderungsbesicherten Wertpapieren des privaten Sektors (CBPP3 und ABSPP). Die einzigen bekannten geldpolitischen Instrumente, die die EZB in dieser besonderen Situation bisher noch nicht zum Einsatz gebracht hatte, waren großangelegte Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors („Quantitative Lockerung“<sup>25</sup>) und des Unternehmenssektors.<sup>26</sup>

<sup>23</sup> Auch die Kerninflationen (gemessen als HVPI mit Ausnahme von Lebensmitteln und Energie), die weniger stark auf Änderungen der Preise für Rohstoffe reagieren, hatten auf deutlich unter 1 % nachgegeben (Euro-stat Datenbank zu Harmonisierten Verbraucherpreisindizes).

<sup>24</sup> Siehe z.B. M. Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, 2003.

<sup>25</sup> Bei der quantitativen Lockerung („Quantitative Easing“) kauft eine Zentralbank in großem Umfang Anleihen an. Da durch den Ankauf von Anleihen Zentralbankgeld geschaffen wird, nimmt die Menge (Quantität) des Zentralbankgeldes zu – daher der Begriff der quantitativen Lockerung (im Gegensatz zu einer geldpolitischen Lockerung durch Senkung der Leitzinsen). Da nur Anleihen des öffentlichen Sektors einen Ankauf im großen Umfang ermöglichen, umschreibt der Begriff der quantitativen Lockerung typischerweise ein geldpolitisches Programm zum Ankauf von Anleihen des öffentlichen Sektors. Dagegen werden geldpolitische Programme zum Ankauf von Anleihen des privaten Sektors wie das CBPP3 und das ABSPP mit Kreditlockerung („Credit Easing“) umschrieben, da sie sich auf Kreditmarktsegmente richten, die für die geldpolitische Transmission wichtig sind.

<sup>26</sup> Die EZB war die einzige große Zentralbank, die im Januar 2015 noch kein „echtes“ Programm zur quantitativen Lockerung aufgelegt hatte. Das Programm für die Wertpapiermärkte („Securities Market Programme“ – SMP) und die geldpolitischen Outright-Geschäfte („Outright Monetary Transactions“ – OMT) waren keine Programme zur quantitativen Lockerung. Sie dienten jeweils dazu, spezifische Probleme in der geldpolitischen Transmission zu beheben.



#### IV. Die Einführung des PSPP

15. Vor diesem Hintergrund kündigte die EZB am 22. Januar 2015 ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten („Expanded Asset Purchase Programme“ – APP) an, das über die bestehenden Unterprogramme für den Ankauf von Anleihen des privaten Sektors, nämlich das CBPP3 und das ABSPP, ein weiteres Unterprogramm für den Ankauf von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten, nämlich das PSPP, vorsah.<sup>27</sup>
  
16. Nach Einschätzung der EZB sprach eine Vielzahl von Anhaltspunkten dafür, dass der Ankauf von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten geeignet war, um die Lücke zwischen dem Preisstabilitätsziel und der prognostizierten Inflationsrate zu schließen. Eine umfangreiche volkswirtschaftliche Fachliteratur begründete Einflusskanäle von den Wertpapierankäufen über die Finanzierungsbedingungen und die realwirtschaftliche Nachfrage bis hin zur Inflation.<sup>28</sup> Das Bestehen dieser Einflusskanäle wurde durch die Erfahrungen anderer Zentralbanken, wie z.B. der US Federal Reserve sowie der Bank of England, mit Maßnahmen der Quantitativen Lockerung und in empirischen Studien bestätigt.<sup>29</sup>
  
17. Durch ein Ankaufprogramm für Anleihen des öffentlichen Sektors bewirkt eine Zentralbank eine weitere Lockerung der monetären und finanziellen Bedingungen, welche auf die Realwirtschaft durch die folgenden Einflusskanäle übertragen wird: Erstens signalisiert das Ankaufprogramm die Bereitschaft der Zentralbank, disinflationären Tendenzen entgegenzutreten, und untermauert hierdurch die Glaubwürdig-

<sup>27</sup> Siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 22. Januar 2015, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.de.html> (Anhang 2b). Die Umsetzung des als Unterprogramm des APP angekündigten PSPP erfolgte durch den Beschluss (EU) 2015/774 (Anhang 2a).

<sup>28</sup> Siehe z.B. B. S. Bernanke & V. R. Reinhart, Conducting monetary policy at very low short-term interest rates, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 2004, S. 85 ff. (Anhang 17a); M.L. Gertler & P. Karadi, QE 1 vs. 2 vs. 3...: A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool, *International Journal of Central Banking*, 2013, S. 5 ff. (Anhang 17b); M.D. Bauer & G. Rudebusch, The signaling channel for Federal Reserve Bond purchases, *International Journal of Central Banking*, 2014, S. 233 ff. (Anhang 17c); R. Greenwood & D. Vayanos, Bond supply and excess bond returns, *Review of Financial Studies*, 2014, S. 663 ff. (Anhang 17d).

<sup>29</sup> Siehe z.B. A. Krishnamurthy & A. Vissing-Jorgensen, The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy, *Brookings Papers on Economic Activity* Fall 2011, S. 215 ff. (Anhang 18a); S. D'Amico & T. B. King, Flow and stock effects of large-scale Treasury purchases: evidence on the importance of local supply, *Journal of Financial Economics* 2013, S. 425 ff. (Anhang 18b); M. Joyce & M. Tong, QE and the gilt market: a disaggregated analysis, *Economic Journal* 2012, 122(564), F348 (Anhang 18c).



keit der Kommunikation über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen („Signalkanal“). Zweitens verringert es die von den Marktteilnehmern geforderten Terminprämien, die mit der Übernahme von Zinsänderungsrisiken verbunden sind („Durationskanal“). Drittens schafft die durch die Angebotsverknappung herbeigeführte Verringerung der Renditen auf Anleihen des öffentlichen Sektors einen Anreiz für private Investoren, ihre Portfolios in andere Marktsegmente umzuschichten („Portfolioumschichtungskanal“), z.B. durch den Kauf von Unternehmensanleihen oder, im Falle von Banken, durch eine verstärkte Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen. Aufgrund dieses Portfolioumschichtungskanals konnte die EZB davon ausgehen, dass infolge der Ankäufe also nicht nur die Zinsen der programmfähigen Anleihen fallen würden, sondern dass sich dieser Impuls auch auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum insgesamt übertragen würde. Ein Rückgang von Kreditrisikoprämien auf Anleihen des öffentlichen Sektors hingegen war weder das Ziel des Ankaufprogramms, noch eine Bedingung für dessen Wirksamkeit.<sup>30</sup>

18. Weil der Handlungsspielraum bei allen anderen geldpolitischen Maßnahmen ausgeschöpft war, waren angesichts der gesamtwirtschaftlichen Lage Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors im Januar 2015 auch notwendig, um dem Abwärtsdruck auf die Inflation und den daraus entstehenden Deflationsgefahren entgegenzuwirken. Alternative mildere Maßnahmen wären nicht gleichermaßen wirksam gewesen.
  
19. Eine Alternative zur Ausweitung der Ankaufprogramme auf Anleihen des öffentlichen Sektors wäre zwar eine weitere Senkung der Leitzinsen gewesen. Hierfür hätte die EZB jedoch den Zinssatz der Einlagefazilität tief in den negativen Bereich senken müssen. Es existiert ein Zinsniveau, unterhalb dessen eine weitere Verringerung der Leitzinsen zu kontraproduktiven Anpassungen im Wirtschaftsgeschehen führen würde. Derartige Anpassungen bestehen z.B. in einem sprunghaften Anstieg der Bargeldhaltung, mit dem Ziel negativen Einlagenzinsen auszuweichen, und/oder in einer induzierten Verschlechterung der Profitabilität der Geschäftsbanken.<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Siehe „The use of the Eurosystem’s monetary policy instruments and operational framework since 2012“, ECB Occasional Paper Series, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op188.en.pdf> (Anhang 19).

<sup>31</sup> Siehe zu den Folgen eines Anstiegs der Bargeldhaltung z. B. M. Goodfriend, The case for unencumbering interest rate policy at the zero lower bound, Federal Reserve Bank of Kansas City 2016, abrufbar unter



Diese können im Extremfall die geldpolitische Transmission beeinträchtigen. Da es im internationalen Vergleich jedoch kaum Erfahrungswerte zum Umgang mit stark negativen Leitzinsen gab, war für die EZB auf Basis damaliger Erkenntnisse nicht abzusehen, ab welchem negativen Zinsniveau derartige unerwünschte, d.h. der geldpolitischen Zielsetzung zuwiderlaufende, Nebenwirkungen verstärkt auftreten würden.

20. Auch eine Ausweitung der TLTROs hätte dem Abwärtsdruck auf die Inflation nur bedingt entgegengewirkt, da Geschäftsbanken selbst entscheiden, wieviel Liquidität sie aufnehmen. Die Bankkreditzinsen waren ab Mitte 2014 bereits stark gesunken, so dass TLTROs aufgrund ihrer speziellen Wirkungsweise zu diesem Zeitpunkt nicht die geeignete geldpolitische Maßnahme darstellten.
21. Schließlich war die Marktgröße für das CBPP3 und das ABSPP begrenzt.<sup>32</sup> Ähnliches galt für die Anleihen des Unternehmenssektors, weshalb sie zu diesem Zeitpunkt noch nicht berücksichtigt wurden. Die einzige Wertpapierklasse, die aufgrund ihres bereits vorhandenen Marktvolumens geeignet war, das für das Schließen der Inflationslücke zusätzlich erforderliche Kaufvolumen bereitzustellen, waren Anleihen des öffentlichen Sektors.
22. Das APP sah vor, dass das Eurosystem monatlich Anleihen des öffentlichen und privaten Sektors in Höhe von insgesamt 60 Mrd € ankauft, wobei Anleihen des privaten Sektors vorrangig vor Anleihen des öffentlichen Sektors berücksichtigt werden. Die Ankäufe sollten bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung zu erkennen ist, die im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel steht. Das resultierende Gesamtkaufvolumen von 1,14 Billionen Euro (bestehend aus dem monatlichen Kaufvolumen multipliziert mit der Anzahl der Monate bis September 2016) ermittelte die EZB in Ausübung ihres Ermessens als jenen Betrag, der nach damaligem Kenntnisstand not-

---

<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/svmpos/2016/2016goodfriend.pdf?la=en> (Anhang 20a); zu den Transmissionseffekten über das Bankensystem M. Brunnermeier & Y. Koby, The reversal interest rate: The effective lower bound of monetary policy, abrufbar unter <https://scholar.princeton.edu/markus/publications/reversal-interest-rate-effective-lower-bound-monetary-policy> (Anhang 20b).

<sup>32</sup> Ende 2014 lag der kombinierte Buchwert des CBPP3 bei 29,6 Mrd € und des ABSPP bei ca. 1,7 Mrd €.

wendig war, um die Inflationslücke zu schließen. Hierzu schätzte sie zunächst näherungsweise, wie sich ein bestimmtes Kaufvolumen auf für die geldpolitische Transmission wichtige Finanzmarktvariablen auswirken würde (wie z.B. die Rendite von Anleihen des öffentlichen Sektors) und wie sich die hiermit einhergehende Vergünstigung der Finanzkonditionen wiederum in Wachstum und Inflation niederschlagen sollte. Da derartige Schätzungen komplex sind und einzelne Modelle zu unterschiedlichen Aussagen führen können, stützte sich die EZB für diese Berechnungen auf eine Vielzahl von ökonometrischen Modellen. Auf der Grundlage dieser „Elastizitäten“ ergab sich eine Schätzung der Kaufvolumina, die laut den Modellen ungefähr erforderlich wären, um die angestrebte Inflationsrate zu erreichen. Unter Berücksichtigung dieser modellbasierten Schätzungen beurteilte die EZB das voraussichtlich nötige Kaufvolumen.

23. Nach Abwägung aller Interessen richtete die EZB einzelne Garantien ein, um sicherzustellen, dass keine unangemessenen Nachteile bei der Durchführung des PSPP entstehen, insbesondere der Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums erhalten bleibt, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen und notwendige Strukturmaßnahmen zu ergreifen.<sup>33</sup>

**V. Die Finanzmarktreaktionen auf Ankündigung des APP und die aus geldpolitischer Sicht günstige Entwicklung in der ersten Jahreshälfte 2015**

24. In den Tagen nach der Ankündigung des APP, einschließlich des PSPP, am 22. Januar 2015 erfolgte eine deutliche Lockerung der Finanzmarktkonditionen im gesamten Euroraum („Ankündigungseffekte“), die sich neben dem Markt für Anleihen des öffentlichen Sektors auch auf eine Reihe anderer Finanzmarktsegmente, wie z.B. für Anleihen des Unternehmenssektors, Aktien sowie den Eurowechselkurs, erstreckte. Wenngleich sie kein unmittelbares Ziel der Geldpolitik sind, stellen derartige Lockerungen der Finanzmarktbedingungen einen notwendigen ersten Schritt in der geldpolitischen Transmission dar.

---

<sup>33</sup> Siehe hierzu unten insbesondere Rn. 167 ff., aber auch Rn. 65 ff. und Rn. 93 ff.



25. Bei der Bewertung der Gesamtwirkung des PSPP auf die Finanzmarktkonditionen ist zu beachten, dass nach Finanzmarktumfragen und -analystenberichten eine stetig wachsende Mehrheit relevanter Finanzmarktteilnehmer bereits seit Mitte 2014 davon ausgegangen war, dass die EZB in näherer Zukunft ihr geldpolitisches Instrumentarium um Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Sekundärmärkten erweitern würde. Derartige Erwartungen sollten sich nach gängiger Überzeugung in der Finanzmarkttheorie bereits vor Ankündigung des APP zumindest teilweise in den Finanzmarktpreisen widerspiegeln haben („Antizipationseffekte“). Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass die Finanzmarktreaktionen nach der Ankündigung des APP vermutlich nur einen Teil der Finanzmarktwirkung abbildeten.
26. Wenngleich die Antizipations- und Ankündigungseffekte des APP nur geschätzt werden können, deuten ökonometrische Analysen auf einen Rückgang der 10-Jahresrenditen der Anleihen des öffentlichen Sektors im Euroraum von ungefähr einem halben Prozentpunkt als Reaktion auf die Antizipation und die anschließende Ankündigung des APP im Januar 2015 hin. Zudem war die Lockerung der Finanzmarktkonditionen nicht auf den Markt für Anleihen des öffentlichen Sektors beschränkt, sondern zeigte sich, wie erwartet,<sup>34</sup> auch in einer Reihe anderer Finanzmarktsegmente – z.B. bei den Unternehmensanleihen und, mit einer gewissen Zeitverzögerung, in den Bankkreditzinsen –, die für die geldpolitische Transmission eine wichtige Rolle spielen.<sup>35</sup> Nach Ankündigung des APP im Januar 2015 und Umsetzung des PSPP im März 2015 blieben die Finanzmarktkonditionen im Allgemeinen vorerst auf einem günstigen Niveau.

---

<sup>34</sup> Siehe oben Rn. 17.

<sup>35</sup> Siehe z.B. „Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB“, EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 7/2015, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Wirtschaftsberichte/2015/2015\\_07\\_ezb\\_wb.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2015/2015_07_ezb_wb.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 21), S. 38 ff.

## VI. Finanzmarkturbulenzen und sukzessive Eintrübung des globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftsumfeld in der zweiten Jahreshälfte 2015 und die Entscheidungen der EZB im Dezember 2015

27. Im April 2015 fand diese zunächst günstige Finanzmarktentwicklung ein abruptes Ende.<sup>36</sup> Zudem war das Finanzmarktumfeld durch eine insgesamt hohe Volatilität gekennzeichnet, die teilweise auf globale Faktoren zurückzuführen war, teilweise aber auch eurorauminterne Ursachen hatte.<sup>37</sup> Die EZB reagierte zunächst nicht auf diese Entwicklungen. Zwar kann eine dauerhaft erhöhte Finanzmarktvolatilität der geldpolitischen Transmission abträglich sein. Jedoch zeigten sich insbesondere bei den Bankkreditzinsen, die aufgrund des hohen Bankkredit-Anteils an der Finanzierung von Unternehmen im Euroraum eine wichtige Rolle spielen, weiterhin Abwärtstendenzen, die auf ein Fortschreiten der erwünschten geldpolitischen Transmission hindeuteten.<sup>38</sup>
28. Die Situation verschlechterte sich in der zweiten Jahreshälfte 2015 weiter. Unter anderem kam es aufgrund massiver Finanzmarkturbulenzen in China und anderen Schwellenländern zu einer Eintrübung des globalen Wirtschaftsausblicks. Ferner gingen die Preise für Rohöl weiter massiv zurück, was zumindest teilweise durch das schwächere globale Wirtschaftsumfeld bedingt war. All diese Faktoren schlugen sich in einer deutlichen Abwärtskorrektur der Wachstumsaussichten für den Euroraum nieder. Die Inflationsrate im Euroraum entfernte sich wieder von dem Preisstabilitätsziel und fiel sogar im zweiten Halbjahr 2015 zeitweise wieder<sup>39</sup> unter

---

<sup>36</sup> So stieg der Sekundärmarktzins auf 10-jährige Bundesanleihen, der aufgrund des geringen Ausfallrisikos oft als Maß für einen sicheren Zins gilt, von weniger als 0,1 % Mitte April auf beinahe 1,0 % Mitte Juni und verblieb auf diesem Niveau. Starke Anstiege waren auch bei anderen Finanzmarktvariablen zu verzeichnen, wie z.B. dem nominalen effektiven Euro-Wechselkurs, der über den gleichen Zeitraum um mehr als 4 % anzog (siehe Finanzstatistiken von Bloomberg).

<sup>37</sup> Zu den eurorauminternen Ursachen zählten insbesondere die Zuspitzung der Finanz- und Wirtschaftskrise in Griechenland aufgrund des Abbruchs der Verhandlungen über ein neues ESM-Programm Mitte 2015 und die Ankündigung eines Referendums durch die griechische Regierung. Das durch die Antizipation der Ankäufe des Eurosystems geschaffene günstige Zinsumfeld wurde ferner von zahlreichen privaten Emittenten für das Begeben neuer Anleihen genutzt, die damit der Angebotsverknappung an den Anleihenmärkten entgegenwirkten.

<sup>38</sup> Siehe die einleitenden Stellungnahmen des Präsidenten der EZB in den Pressekonferenzen vom 15. April 2015, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150415.de.html> (Anhang 22a) und vom 3. Juni 2015, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150603.de.html> (Anhang 22b).

<sup>39</sup> Siehe oben Rn. 12.



null.<sup>40</sup> Gleichzeitig wurden die Inflationsprojektionen angesichts des schwächeren Wirtschaftsausblicks wiederholt nach unten korrigiert.<sup>41</sup>

29. In Anbetracht dieser Entwicklung betonte die EZB im September und Oktober 2015 die Notwendigkeit, die volkswirtschaftliche Entwicklung aufmerksam zu verfolgen und, falls nötig, ihre Maßnahmen anzupassen.<sup>42</sup> Im Dezember 2015 kündigte die EZB in einem weiteren Schritt eine zusätzliche Kombination von geldpolitischen Maßnahmen an. Diese sah sowohl eine weitere Senkung des Zinssatzes der Einlagefazilität als auch eine Ausweitung der Ankäufe im Rahmen des bestehenden APP vor.<sup>43</sup>
30. Die EZB kündigte an, dass die Ankäufe im Umfang von monatlich insgesamt 60 Mrd € im Rahmen des APP bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung zu erkennen ist, die im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel steht.
31. Um die Signalwirkung der Ankündigung weiterer Ankäufe im Rahmen des APP zu verstärken, kombinierte die EZB sie mit der Ankündigung, dass sie die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Anleihen bei Fälligkeit so lange wie erforderlich wieder anlegen werde. Letzteres sollte, ähnlich wie die vergleichbaren

---

<sup>40</sup> Im zweiten Halbjahr 2015 erreichte die Inflationsrate ein Maximum von 0,2 % und fiel im September 2015 auf -0,1 %. Im gleichen Zeitraum fluktuierte die Kerninflationsrate zwischen 0,8 % und 1,0 % (siehe Eurostat Datenbank zu Harmonisierten Verbraucherpreisindizes).

<sup>41</sup> Siehe z.B. Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 und vom Dezember 2015, jeweils abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.de.pdf> (Anhang 23a) und <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201512.de.pdf> (Anhang 23b).

<sup>42</sup> Siehe die einleitenden Stellungnahmen des Präsidenten der EZB in den Pressekonferenzen vom 3. September 2015, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150903.de.html> (Anhang 3b) und vom 22. Oktober 2015, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151022.de.html> (Anhang 24). Die Umsetzung der Ankündigung der Erhöhung der Obergrenze für Anleihen des öffentlichen Sektors pro Emission von 25 % auf grundsätzlich 33 % (ausnahmsweise 25 %) erfolgte durch Beschluss (EU) 2015/2101 (Anhang 3a).

<sup>43</sup> Während die EZB den Zinssatz der Einlagefazilität auf -0,30 % senkte, beließ sie den Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert auf ihrem derzeitigen Niveau von 0,05 % bzw. 0,30 % (siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 3. Dezember 2015, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151203.de.html> (Anhang 4b)).



Programmelemente bei den Wertpapierkäufen anderer Zentralbanken<sup>44</sup> dazu führen, dass der Umfang des Wertpapierportfolios trotz Tilgung über einen bislang noch nicht definierten Zeitraum aufrechterhalten wird. Durch diese Ankündigung sollte den grundsätzlich vorausschauenden Finanzmarktakteuren signalisiert werden, dass die Angebotsverknappung durch die EZB für eine längere Zeit fortbestehen wird. Dies wiederum sollte zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Zinsstrukturkurve erzeugen und damit die angestrebte Inflationswirkung verstärken.<sup>45</sup>

32. Im Gegensatz zum Januar 2015, als das PSPP eingeführt wurde, stand zu diesem Zeitpunkt empirisches Anschauungsmaterial für die Schätzung der geldpolitischen Transmissionswirkung des PSPP zur Verfügung. Die neuen Erkenntnisse über relevante Elastizitäten bestätigten überwiegend jene Erkenntnisse, die der ursprünglichen Ausgestaltung des PSPP zugrunde gelegen hatten, und änderten daher die Einschätzung der geldpolitischen Wirkung dieses Instruments nicht wesentlich.<sup>46</sup>
33. Auch ergaben interne Auswertungen verschiedener maßgeblicher Indikatoren durch die EZB keine systematischen Anhaltspunkte dafür, dass die bisherige Umsetzung des PSPP den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums beeinträchtigt hätte, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen und notwendige Strukturmaßnahmen durchzuführen. So deuteten die gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 über die bisherige Dauer des PSPP insgesamt auf eine Konsolidierung der Staatsfinanzen hin.<sup>47</sup> Nach damaligem Kenntnisstand fiel demnach die durchschnittliche Defizitquote im Euroraum von 2,6 % des Bruttoinlandsprodukts („BIP“) im Jahr 2014 auf 2,0 % im Jahr 2015. Die Primärüberschussquote, die die Zinsausgaben aus der Defizitquote herausrechnet, verbesserte sich von 0,1 % des

<sup>44</sup> Siehe zu den Modalitäten einer ähnlichen Vorgehensweise bei der US Federal Reserve die Stellungnahme des Federal Open Market Committee vom 10. August 2010, abrufbar unter <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20100810a.htm> (Anhang 25).

<sup>45</sup> Die Umsetzung der angekündigten Änderung bestimmter Gestaltungsmerkmale des PSPP erfolgte durch den Beschluss (EU) 2015/2464 (Anhang 4a). Über die erwähnte Reinvestition von Tilgungsbeiträgen aus erworbenen Anleihen hinaus entschied die EZB: erstens den Kreis der zugelassenen Emittenten auf regionale und lokale Gebietskörperschaften im Euroraum zu erweitern und zweitens unterschiedliche Obergrenzen für Ankäufe von Anleihen nach Art. 3 Abs. 2 Buchstabe c) des PSPP-Beschlusses festzulegen.

<sup>46</sup> Siehe EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 2/2017, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Wirtschaftsberichte/2017/2017\\_02\\_ezb\\_wb.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2017/2017_02_ezb_wb.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 26), S. 54 ff. (Kasten 3).

<sup>47</sup> Siehe EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 8/2015, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Wirtschaftsberichte/2015/2015\\_08\\_ezb\\_wb.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2015/2015_08_ezb_wb.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 27), S. 33 ff. („Entwicklung der öffentlichen Finanzen“).



BIP auf 0,4 %. Das strukturelle Haushaltsdefizit, das um konjunkturelle Einflüsse und Einmaleffekte bereinigt ist, ging, wenn auch geringfügig von 1,8 % auf 1,7 % zurück. Die durchschnittliche Schuldenquote des öffentlichen Sektors fiel erstmals seit dem Jahr 2007, von 92,1 % des BIP auf 91,1 %.

34. Für die Folgejahre gingen die damaligen Projektionen außerdem davon aus, dass die durchschnittliche Defizitquote – bei einer weiterhin rückläufigen Schuldenquote – zusätzlich von 2,0 % des BIP im Jahr 2015 auf 1,8 % im Jahr 2017 sinken würde. Für den Primärüberschuss und das strukturelle Haushaltssaldo wurden zwar leichte Rückgänge erwartet und die Europäische Kommission wies auf das Risiko hin, dass die Haushaltsentwürfe einiger Mitgliedstaaten gegen den präventiven Arm des Stabilitäts- und Wachstumspakts verstoßen könnten.<sup>48</sup> Gleichzeitig zeichneten sich jedoch, insbesondere angesichts der grundsätzlichen fortlaufenden Verbesserung der Haushaltslage, keine Fehlentwicklungen ab, die eine Anpassung der Geldpolitik gerechtfertigt hätten. Ebenso wenig konnten interne Studien der EZB Anhaltspunkte dafür liefern, dass die Anreize für die Durchführung notwendiger Strukturreformen durch die bisherige Umsetzung des PSPP beeinträchtigt worden wären.<sup>49</sup>
35. Hingegen ergab sich eine Neubewertung des negativen Zinssatzes der Einlagefazilität und dessen Interaktion mit anderen geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere dem APP. Nach den Erfahrungen, die die EZB seit Juni 2014 mit dem negativen Zinssatz der Einlagefazilität gesammelt hatte, löste der negative Zinssatz zum einen weniger unerwünschte Nebenwirkungen aus als noch im Januar 2015 befürchtet.<sup>50</sup> Zum anderen legten die Erfahrungen den Schluss nahe, dass die einzelnen von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen komplementäre Wirkungen erzielen, d.h. dass ein negativer Zinssatz der Einlagefazilität die Effektivität eines gegebenen Volumens von Ankäufen von Anleihen stärkt.

<sup>48</sup> Siehe EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 8/2015 (Anhang 27), S. 59 ff. (Kasten 7).

<sup>49</sup> Im Gegenteil ist hervorzuheben, dass wichtige Fortschritte auch bei den Strukturreformen erfolgt sind. Unter anderem sind seit 2009 eine Reihe von Arbeitsmarktreformen durchgeführt wurden. Siehe EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 8/2015 (Anhang 27), S. 47 ff. (Kasten 4).

<sup>50</sup> Siehe oben Rn. 19.

## VII. Weitere Entwicklungen und die Reaktion der EZB hierauf im Jahr 2016

36. Das wirtschaftliche Umfeld verschlechterte sich zu Beginn des Jahres 2016 weiter. Die bereits im Dezember 2015 identifizierten Wachstumshemmnisse, insbesondere die schwächere globale Wirtschaftslage, setzten sich fort. Der Abwärtsdruck auf die Inflation verstärkte sich. Die geldpolitische Transmission schien zu stocken, da die Bankkreditzinsen nur noch zögerlich sanken, und die Deflationsrisiken stiegen erneut an.<sup>51</sup>
37. Die EZB reagierte hierauf im März 2016 ähnlich wie im Dezember 2015. Sie setzte die Senkung der Leitzinsen fort und weitete die Ankäufe im Rahmen des APP nochmals aus. Darüber hinaus nahm sie die TLTROs wieder auf, die eine zielgenaue Lösung für die sich abzeichnenden Probleme bei der geldpolitischen Transmission durch das Bankensystem boten. Sie stellten damit unter den gegebenen Umständen eine geeignete Ergänzung des Maßnahmenpakets dar.<sup>52</sup> Konkret steuerte die EZB wie folgt verstärkt gegen den Abwärtsdruck auf die Inflation.
38. Erstens senkte sie nicht nur den Zinssatz der Einlagefazilität, sondern auch die Zinssätze der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Spitzenrefinanzierungsfazilität.<sup>53</sup> Die EZB signalisierte damit nicht nur, dass sie bereit war, die Leitzinsen im Euroraum trotz dauerhaft niedrigem Niveau weiter zu senken. Durch die Absenkung des Zinssatzes der Einlagefazilität schuf die EZB auch zusätzlichen Raum in der unteren Hälfte des Zinskorridors, so dass die Absenkung des Zinssatzes der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 0,00 % für das Funktionieren des Geldmarkts weniger

<sup>51</sup> Siehe die gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.de.pdf> (Anhang 28).

<sup>52</sup> Siehe oben Rn. 20.

<sup>53</sup> Die EZB senkte im März 2016 den Zinssatz der Einlagefazilität auf -0,40 %, den Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 0,00 % und den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 0,25 % (siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 10. März 2016, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160310.de.html> (Anhang 5b) und die Pressemitteilung vom 10. März 2016 über die geldpolitischen Beschlüsse, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.de.html> (Anhang 5d)).



kritisch war.<sup>54</sup> Durch die Senkung des Zinssatzes der Hauptrefinanzierungsgeschäfte konnte außerdem die geldpolitische Wirkung der wiederaufgenommenen TLTROs verstärkt werden, die teilweise an diesen Zinssatz gebunden sind.<sup>55</sup>

39. Zweitens wurden die Ankäufe im Rahmen des APP quantitativ und qualitativ weiter ausgeweitet. Die EZB erhöhte für den bereits vorgegebenen Zeithorizont das monatliche Ankaufvolumen von Anleihen des öffentlichen und privaten Sektors von 60 Mrd € auf 80 Mrd €. Die EZB signalisierte damit nicht nur ihre Entschlossenheit, weiterhin zur Angebotsverknappung und dem damit verbundenen Renditerückgang auf den Wertpapiermärkten beizutragen. Sie versuchte zudem, der starken Abzinsung („Diskontierung“) von bereits angekündigten zukünftigen Kaufvolumen entgegenzuwirken.<sup>56</sup> In Zeiten gesteigerter Unsicherheit und Finanzmarkturbulenzen fördert die schnellere Akkumulation des geplanten Gesamtkaufvolumens die geldpolitische Wirksamkeit, weil dadurch der Diskontierungseffekt weniger stark zum Tragen kommt.
40. Außerdem weitete die EZB die Ankäufe im Rahmen des APP in qualitativer Hinsicht im Wesentlichen dadurch aus, dass sie Anleihen von Unternehmen in die Liste der Vermögenswerte für reguläre Ankäufe im Rahmen eines neuen Unterprogramms zum Ankauf von Anleihen des Unternehmenssektors („Corporate Sector Purchase

---

<sup>54</sup> In einem Umfeld mit wachsender Überschussliquidität im Bankensystem spielt die untere Grenze des Zinskorridors eine größere Rolle für die Bildung des Marktzinssatzes, da marginale Transaktionen zwischen Geschäftsbanken zunehmend als Alternativen zu Einlagen bei der Zentralbank gesehen werden. Anders ausgedrückt, erzeugt eine systematische Überversorgung der Banken mit Zentralbankgeld eine Asymmetrie im Zinskorridor, die den Marktzins in Richtung der Untergrenze dieses Korridors verschiebt. Transaktionen zwischen Geschäftsbanken dienen in einem solchen Umfeld weniger der Reallokation der zum Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte zugeteilten Liquidität, denn der Platzierung von Überschussliquidität mit dem Ziel, Einlagen bei der Zentralbank zum Einlagezinssatz zu vermeiden.

<sup>55</sup> Die Umsetzung der angekündigten TLTROs erfolgte durch Beschluss (EU) 2016/810 der Europäischen Zentralbank vom 28. April 2016 über eine zweite Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (EZB/2016/10) (Amtsblatt L 132, 21.5.2016, S. 107).

<sup>56</sup> Die Diskontierung ist eine Rechenoperation aus der Finanzmathematik, bei der der Wert einer zukünftigen Zahlung für einen Zeitpunkt, der vor dem der Zahlung liegt, berechnet wird. Aus ökonomischer Sicht ergeben sich drei Gründe für eine Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme. Erstens bevorzugen Investoren selbst in einer Welt ohne Unsicherheit eine sofortige Zahlung gegenüber einer späteren Zahlung. Zweitens kompensiert die Diskontierung Risiken, die sich daraus ergeben, dass über einen längeren Zeitraum mehr widrige Ereignisse eintreten können, die dazu führen können, dass die Zahlung nicht eingehalten wird. Drittens tragen der Zeitwert des Geldes und damit einhergehende Opportunitätskosten zur Diskontierung von Zahlungsströmen zu unterschiedlichen Zeitpunkten bei.



Programme“ – CSPP)<sup>57</sup> aufnahm.<sup>58</sup> Um Marktverzerrungen vorzubeugen, hielt es die EZB für erforderlich, ein weiteres Marktsegment zu erschließen und damit zu vermeiden, den gesamten Anstieg des Kaufvolumens auf die bisherigen Vermögenswerte des APP zu konzentrieren, d.h. überwiegend Anleihen des öffentlichen Sektors.

41. Obwohl sich die gesamtwirtschaftliche Lage im weiteren Verlauf des Jahres 2016 verbesserte, war weiterhin keine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung zu erkennen,<sup>59</sup> die im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel steht.<sup>60</sup> Dies veranlasste die EZB im Dezember 2016, den Horizont für die Durchführung des APP bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus zu verlängern. Gleichzeitig verringerte die EZB das monatliche Kaufvolumen ab April 2017 bis Ende Dezember 2017 von 80 Mrd € wieder auf 60 Mrd €. Die Gründe dafür waren, dass die Deflationsrisiken als deutlich geringer eingeschätzt wurden als noch im März 2016, als das APP auf 80 Mrd € pro Monat ausgeweitet worden war, und sich die Finanzmarktbedingungen gegenüber der ersten Jahreshälfte deutlich beruhigt hatten.<sup>61</sup>
42. Um weiterhin Marktverzerrungen angesichts des zusätzlichen Kaufvolumens vorzubeugen, das sich durch die Verlängerung des Horizonts für die Durchführung des APP ergab, weitete die EZB zudem den Laufzeitenbereich des PSPP aus und ließ,

<sup>57</sup> Die Umsetzung des angekündigten CSPP erfolgte durch Beschluss (EU) 2016/948 der Europäischen Zentralbank vom 1. Juni 2016 zur Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (EZB/2016/16) (Amtsblatt EU L 157, 15.6.2016, S. 28).

<sup>58</sup> Ferner kündigte die EZB weitere Änderungen des PSPP an, deren Umsetzung durch Beschluss (EU) 2016/702 (Anhang 5a) erfolgte. Dabei handelt es sich insbesondere um die Erhöhung der Obergrenzen für die Ankäufe pro Emission für Anleihen von internationalen Organisationen und multilaterale Entwicklungsbanken und Emittent, die eine internationale Organisation oder multilaterale Entwicklungsbank sind, auf 50 %.

<sup>59</sup> Der EZB geht es um eine nachhaltige Korrektur der Inflationsraten. Kurzfristige Schwankungen, die z.B. von Rohölpreisen ausgelöst werden und keine Zweitrundeneffekte erzeugen, liefern deshalb keinen Grund, den geldpolitischen Kurs anzupassen. Ebenso ist zu berücksichtigen, dass eine nachhaltige Korrektur nur dann gegeben ist, wenn sie nicht durch eine verfrühte Straffung der Geldpolitik umgekehrt wird.

<sup>60</sup> Siehe die zu diesem Zeitpunkt aktuellsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen von internationalen Organisationen, Prognoseinstituten, und des EZB-Mitarbeiterstabs von Dezember 2016, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201612.de.pdf> (Anhang 29), insbesondere Kasten 4.

<sup>61</sup> Siehe die Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 7. und 8. Dezember 2016, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Accounts/2017\\_01\\_12\\_account.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Accounts/2017_01_12_account.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 6c), und die Pressemitteilung vom 8. Dezember 2016 über die geldpolitischen Beschlüsse, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.de.html> (Anhang 6d).



soweit erforderlich, Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors mit einer Endfälligkeitsrendite unterhalb des Zinssatzes der Einlagefazilität zu.<sup>62</sup> Beides diene dazu, den Kreis programmfähiger Anleihen zu erweitern und dadurch zu verhindern, dass die Ankäufe übermäßigen Druck auf bestimmte Marktsegmente verursachen.

### VIII. Sukzessive Erholung und Ausblick

43. Im Verlauf des Jahres 2017 stellte sich eine zunehmend robuste wirtschaftliche Erholung ein, die sich aber nur sehr langsam auf die Inflation übersetzte<sup>63</sup>. Vor diesem Hintergrund verlängerte die EZB im Oktober 2017 die Laufzeit des APP und verringerte das monatliche Kaufvolumen über den zusätzlich erwarteten Programmhorizont. Sie kündigte an, dass die Ankäufe im Umfang von monatlich insgesamt 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung zu erkennen ist, die im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel steht.<sup>64</sup>
44. Während die EZB die Verlängerung aufgrund des weiterhin gedämpften binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und der weiterhin bestehenden Abhängigkeit der Inflationsentwicklung von einer anhaltenden Unterstützung durch geldpolitische Maßnahmen für erforderlich hielt, offenbart die deutliche Verringerung des monatlichen Kaufvolumens die symmetrische Orientierung der Geldpolitik der EZB, insbesondere des APP. In Zeiten, in denen – wie z.B. in der zweiten Jahreshälfte 2015 und der ersten Jahreshälfte 2016 – widrige gesamtwirtschaftliche Umstände eintraten, die die Erreichung des Preisstabilitätsziels in weitere Ferne rücken ließen, reagierte die EZB, indem sie die Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung durch geldpolitische Maßnahmen intensivierte. Umgekehrt zeigte die EZB jedoch auch, dass sie

<sup>62</sup> Siehe die Pressemitteilung vom 8. Dezember 2016 über die Anpassung der APP Parameter, abrufbar unter [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208_1.en.html) (Anhang 6e). Die Umsetzung der angekündigten Änderungen des PSPP erfolgte durch Beschluss (EU) 2017/100 (Anhang 6a).

<sup>63</sup> Siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 7. September 2017, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170907.de.html> (Anhang 30).

<sup>64</sup> Siehe die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 26. Oktober 2017, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171026.de.html> (Anhang 7a), die Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 25. und 26. Oktober 2017, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2017/html/ecb.mg171123.en.html> (Anhang 7b); die Pressemitteilungen vom 26. Oktober 2017 über die geldpolitischen Beschlüsse, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.de.html> (Anhang 7c), und über zusätzliche Informationen zum APP, abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr171026.en.html> (Anhang 7d).

– wenn, wie gegenwärtig der Fall, die wirtschaftliche Erholung voranschreitet und damit die Risiken sinken, dass die Inflationsentwicklung mittelfristig unterhalb des Preisstabilitätsziels verbleibt – Anpassungen ihrer Geldpolitik, insbesondere des APP vornimmt, die einem graduellen Normalisierungspfad entsprechen. Dies stellt nicht zuletzt unter Beweis, dass die Geldpolitik der EZB, insbesondere das APP, einem Anpassungspfad folgt, der auf die aktuellen Daten und Prognosen abstellt, die Flexibilität aufrechterhält, auf künftige positive und negative Entwicklungen der Wirtschaftslage zu reagieren, und Verhältnismäßigkeit gewährleistet. Die im Rahmen der Verhältnismäßigkeit anzustellende Kosten-Nutzen-Analyse spiegelt sich dynamisch wider.

## B.

### Rechtliche Würdigung der Vorlagefragen

#### I. Die erste und zweite Vorlagefrage

45. Die EZB schlägt eine Zusammenfassung und Umformulierung der ersten und zweiten Vorlagefrage vor (siehe unten 1.), bevor sie diese auf der Grundlage des in der Rechtsprechung des Gerichtshofs entwickelten Prüfungsmaßstabs zu Art. 123 AEUV rechtlich würdigt (siehe unten 2. und 3.).

#### 1. Zusammenfassung und Umformulierung der Vorlagefragen

46. Nach Auffassung der EZB sind die erste und zweite Vorlagefrage dahingehend zusammenzufassen und umzuformulieren, dass das vorliegende Gericht im Wesentlichen wissen möchte, ob der PSPP-Beschluss mit Art. 123 AEUV vereinbar ist.

#### a) Erste Vorlagefrage

47. Soweit das vorliegende Gericht im Rahmen der Hauptfrage seiner ersten Vorlagefrage nicht nur wissen möchte, ob der PSPP-Beschluss, sondern auch „die Art und Weise seiner Ausführung“ mit Art. 123 AEUV vereinbar ist, ist fraglich, auf welche konkreten Handlungen das vorliegende Gericht neben dem PSPP-Beschluss abstellt. Die „Art und Weise der Ausführung“ eines Beschlusses der EZB durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems stellt keine Handlung eines Unionsorgans dar, deren Gültigkeit im Rahmen von Art. 267 Abs. 1 Buchstabe b) AEUV



überprüft werden kann. Überprüft werden kann lediglich die Handlung des Unionsorgans, auf der die Art und Weise der Ausführung durch eine nationale Zentralbank des Eurosystems verbindlich beruht, d.h. vorliegend der PSPP-Beschluss.<sup>65</sup>

48. Soweit das vorliegende Gericht mit der zweiten Unterfrage der ersten Vorlagefrage wissen möchte, ob es mit Art. 123 AEUV vereinbar ist, dass „Einzelheiten über die Einhaltung von Mindestfristen“ zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Ankauf an den Sekundärmärkten auch nicht „nachträglich“ bekanntgegeben werden, „so dass insoweit eine gerichtliche Kontrolle nicht möglich ist“, ist ebenfalls unklar, welche konkreten Handlungen der Kontrolle durch den Gerichtshof unterliegen sollen. Die Kontrolle der Einhaltung von Mindestfristen würde strenggenommen bedeuten, dass jeder einzelne Ankauf einer Anleihe des öffentlichen Sektors durch eine Zentralbank des Eurosystems vom Gerichtshof überprüft werden müsste.<sup>66</sup> Der Ankauf einer Anleihe durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems stellt jedoch ebenso wenig eine Handlung eines Unionsorgans dar, deren Gültigkeit im Rahmen von Art. 267 Abs. 1 Buchstabe b) AEUV überprüft werden kann. Überprüft werden kann lediglich die Handlung des Unionsorgans, auf der der Ankauf einer Anleihe durch eine nationale Zentralbank des Eurosystems verbindlich beruht, d.h. vorliegend der PSPP-Beschluss.
49. Da die Dauer der Mindestfrist zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Ankauf an den Sekundärmärkten nicht öffentlich ist, ist die zweite Unterfrage der ersten Vorlagefrage deshalb vielmehr dahingehend zu verstehen, dass das vorliegende Gericht wissen möchte, ob die Kontrolle der Vereinbarkeit der Dauer der Mindestfrist mit Art. 123 AEUV durch den Gerichtshof noch während der Umsetzung des PSPP voraussetzt, dass die Dauer

---

<sup>65</sup> Die EZB vermerkt in diesem Zusammenhang, dass die nationalen Zentralbanken des Eurosystems nicht nur nach Art. 12 Abs. 1 des Statuts des ESZB und der EZB weisungsgebunden gegenüber dem Direktorium der EZB sind, sondern ihnen darüber hinaus bei der Durchführung des PSPP-Beschlusses kein technisch relevanter Spielraum verbleibt. Die nicht-öffentliche Leitlinie vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten („PSPP-Leitlinie“) betrifft nicht die dezentrale Durchführung der Geldpolitik durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems im engeren Sinne, wie sie z.B. in der Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) (Neufassung) (Amtsblatt L 91, 2.4.2015, S. 3) zum Ausdruck kommt. Sie beschränkt sich vielmehr auf die organisatorische Durchführung des PSPP.

<sup>66</sup> Die Einhaltung der Mindestfrist wird unter der Regie des Ausschusses für Risikomanagement des Eurosystems nach Art. 4 Abs. 3 der PSPP-Leitlinie in Verbindung mit Abs. 5 Buchstabe g) und Abs. 6 Buchstabe a) des Anhangs täglich überprüft.

„nachträglich“, d.h. im Zeitpunkt der Kontrolle durch den Gerichtshof, bekanntgegeben wird.

**b) Zweite Vorlagefrage**

50. Soweit das vorliegende Gericht mit seiner zweiten Vorlagefrage wissen möchte, ob der PSPP-Beschluss „jedenfalls dann“ nicht mit Art. 123 AEUV vereinbar ist, „wenn seine weitere Durchführung angesichts veränderter Bedingungen an den Finanzmärkten [...] eine stetige Lockerung der ursprünglich geltenden Ankaufregeln erfordert und die [...] Beschränkungen für ein Anleiheprogramm, wie es das PSPP darstellt, ihre Wirkung verlieren“, ist deren Beantwortung für die Entscheidung der Ausgangsverfahren nicht objektiv erforderlich.<sup>67</sup> Die Vorlagefrage ist vielmehr hypothetisch, da sie auf eine bestimmte Entwicklung in der Zukunft abstellt, die unsicher ist, insbesondere von veränderten Bedingungen an den Finanzmärkten sowie der Reaktion der EZB hierauf abhängt, und damit keine Rückschlüsse auf die Gültigkeit des Beschlusses (EU) 2015/774 in seiner gegenwärtigen und streitgegenständlichen Fassung zulässt.
51. Soweit das vorliegende Gericht mit seiner zweiten Vorlagefrage hingegen wissen möchte, ob bisherige Anpassungen des PSPP-Beschlusses an veränderte Bedingungen an den Finanzmärkten mit Art. 123 AEUV vereinbar sind, wird dies vom Gerichtshof bereits im Rahmen der ersten Vorlagefrage beantwortet.

**2. Der Prüfungsmaßstab aus Art. 123 AEUV**

52. Der sich aus Art. 123 AEUV ergebende Prüfungsmaßstab ist in der Rechtsprechung des Gerichtshofs hinreichend geklärt.
53. Der Gerichtshof hat anerkannt, dass geldpolitische Maßnahmen der EZB die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums nicht nur beeinflussen dürfen, sondern auch müssen. Er hat ausgeführt, dass Geldpolitik „fortlaufend“ beinhaltet, „dass auf die Zinssätze und die Refinanzierungsbedingungen der Banken

---

<sup>67</sup> EuGH. C-244/80, Foglia, Urteil vom 16. Dezember 1981, EU:C:1981:302, Rn. 18.



eingewirkt wird, was zwangsläufig Konsequenzen für die Finanzierungsbedingungen des Haushaltsdefizits der Mitgliedstaaten hat“.<sup>68</sup>

54. Dies gilt auch für den Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten durch die Zentralbanken des Eurosystems. Der Gerichtshof hat insoweit festgestellt, dass dieses Tätigwerden geeignet ist, „einen gewissen Einfluss auf die Funktionsweise des Primärmarkts und der Sekundärmärkte für Staatsanleihen auszuüben“.<sup>69</sup> Gleichzeitig hat er klargestellt, dass dieser Einfluss nicht nur „eine Wirkung ist, die den vom AEU-Vertrag erlaubten Ankäufen an den Sekundärmärkten inhärent ist“,<sup>70</sup> sondern auch, dass diese Wirkung im Übrigen „unerlässlich“ ist, „um solche Ankäufe im Rahmen der Geldpolitik wirksam einsetzen zu können“.<sup>71</sup>
55. Dem Einfluss von geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums ist jedoch insoweit eine Grenze gesetzt, als er das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel nicht umgehen darf.<sup>72</sup> Dieses Ziel wird vom Gerichtshof dahingehend umschrieben, Mitgliedstaaten dazu anzuhalten, „eine gesunde Haushaltspolitik zu befolgen, indem vermieden wird, dass eine monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite oder Privilegien der öffentlichen Hand auf den Finanzmärkten zu einer übermäßigen Verschuldung oder überhöhten Defiziten der Mitgliedstaaten führt“.<sup>73</sup>
56. Beinhalten geldpolitische Maßnahmen der EZB den Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten, muss das Tätigwerden der Zentralbanken des Eurosystems deshalb nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs mit „hinreichenden Garantien“ versehen werden, um sicherzustellen, dass der Einfluss der Ankäufe an den Sekundärmärkten auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel nicht umgeht.<sup>74</sup>

---

<sup>68</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 110.

<sup>69</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 108.

<sup>70</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 108.

<sup>71</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 108.

<sup>72</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 101.

<sup>73</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 100.

<sup>74</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 102.

Daraus lassen sich nach Auffassung der EZB zwei Schlussfolgerungen ziehen. Erstens müssen Garantien nicht im Einzelnen, sondern in ihrem Zusammenspiel die Umgehung des mit Art. 123 AEUV verfolgten Ziels verhindern.<sup>75</sup> Zweitens kommt der EZB ein Beurteilungsspielraum zu, wie das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel und die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen im Hinblick auf deren jeweilige Besonderheiten auszugleichen sind.<sup>76</sup>

57. Garantien – im Sinne von Schutz-, Vorsichts- und Sicherheitsmaßnahmen, wie es die englische Sprachfassung der Rechtsprechung des Gerichtshofs nahelegt<sup>77</sup> – können eine Umgehung des mit Art. 123 AEUV verfolgten Ziels durch den Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten nur sicherstellen, wenn sie beide Alternativen von Art. 123 AEUV widerspiegeln. Diese Alternativen sind erstens der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten nach Art. 123 Abs. 1, 2. Alternative, AEUV und zweitens Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten für den öffentlichen Sektor nach Art. 123 Abs. 1, 1. Alternative, AEUV.<sup>78</sup>
58. Aus diesem Grund müssen Garantien erstens sicherstellen, dass der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten nicht „die gleiche Wirkung wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen an den Primärmärkten“ hat.<sup>79</sup> Nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs sind solche Garantien hinreichend, um eine Umgehung sicherzustellen, wenn „die Emissionsbedingungen für Staatsanleihen nicht durch die Gewissheit verfälscht werden, dass diese Anleihen nach ihrer Ausgabe“ durch die Zentralbanken des Eurosystems erworben werden.<sup>80</sup>

---

<sup>75</sup> Schlussanträge des Generalanwalts Cruz Villalón vom 14. Januar 2015, C-62/14, Gauweiler, EU:C:2015:7, Rn. 231: „Bündel von Schutzvorkehrungen“.

<sup>76</sup> Siehe zu einem solchen Beurteilungsspielraum im Hinblick auf die Dauer der Stillhaltefrist Schlussanträge des Generalanwalts Cruz Villalón vom 14. Januar 2015, C-62/14, Gauweiler, EU:C:2015:7, Rn. 253.

<sup>77</sup> Während die deutsche Sprachfassung allein den Begriff „Garantien“ verwendet, ist in der englischen Sprachfassung ist von „safeguards“ (EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 102) und „guarantees“ die Rede (Rn. 105).

<sup>78</sup> Der Begriff „andere Kreditfazilität“ wird in Art. 1 Abs. 1 Buchstabe b) der 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 (Amtsblatt L 332, 31.12.1993, S. 1) weit ausgelegt, um sicherzustellen, dass das Ziel des Art. 123 AEUV, Mitgliedstaaten dazu anzuhalten, eine gesunde Haushaltspolitik zu befolgen, nicht zu umgehen.

<sup>79</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 105.

<sup>80</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 106.



59. Für diese Gewissheit gibt es zwei Bezugspunkte. Sie kann zum einen bei den Wirtschaftsteilnehmern bestehen, die Anleihen des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten in der Erwartung ankaufen, dass die Zentralbanken des Eurosystems diese Anleihen „binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen“ ankaufen, „die es diesen Wirtschaftsteilnehmern ermöglichen, faktisch als Mittelspersonen des Eurosystems für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen“ zu agieren.<sup>81</sup> Um die Gewissheit bei den Wirtschaftsteilnehmern zu verhindern, muss sich in den Worten des Generalanwalts erst ein Marktpreis für Anleihen des öffentlichen Sektors bilden können, bevor sie von den Zentralbanken des Eurosystems an den Sekundärmärkten angekauft werden dürfen.<sup>82</sup> Die Gewissheit kann zum anderen bei den nationalen Schuldenagenturen der Mitgliedstaaten des Euroraums vorliegen, die die Finanzierung neuer Schulden durch die Emission von Anleihen an den Primärmärkten durchführen.
60. Hingegen ist die vom Gerichtshof bezeichnete „Gewissheit“ der nationalen Parlamente der Mitgliedstaaten des Euroraums, dass „ihre Staatsanleihen künftig vom ESZB an den Sekundärmärkten aufgekauft werden“,<sup>83</sup> keine Gewissheit, die dazu führt, dass der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten die gleiche Wirkung wie ihr Erwerb an den Primärmärkten hat. Nationale Parlamente verantworten den Haushalt und damit auch die Höhe der Neuverschuldung, finanzieren neue Schulden aber im Gegensatz zu den nationalen Schuldenagenturen nicht durch die Emission von Anleihen an den Primärmärkten. Aus diesem Grund wirkt sich die Gewissheit der nationalen Parlamente nicht auf die Bildung eines Marktpreises für Anleihen des öffentlichen Sektors aus. Die Gewissheit der nationalen Parlamente wird vom Gerichtshof folgerichtig nicht als ein Unterpunkt zur Prüfung erwähnt, ob der Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten die gleiche Wirkung wie ein Erwerb von Anleihen des öf-

---

<sup>81</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 104.

<sup>82</sup> Schlussanträge des Generalanwalts Cruz Villalón vom 14. Januar 2015, C-62/14, Gauweiler, EU:C:2015:7, Rn. 252.

<sup>83</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 113.

fentlichen Sektors an den Primärmärkten hat, sondern ob dieser Erwerb den Mitgliedstaaten des Euroraums nicht anderweitig den Anreiz nimmt, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.<sup>84</sup>

61. Garantien müssen zweitens sicherstellen, dass der Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums ihnen nicht anderweitig den Anreiz nimmt, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.<sup>85</sup> Der Gerichtshof sieht solche Garantien als hinreichend an, um eine Umgehung des mit Art. 123 AEUV verfolgten Ziels zu verhindern, wenn sie den Einfluss „auf den Anreiz, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, begrenzen“.<sup>86</sup>

### 3. Vereinbarkeit des PSPP-Beschlusses mit Art. 123 AEUV

62. Nach Auffassung der EZB ist der PSPP-Beschluss auf der Grundlage dieses Prüfungsmaßstabs mit Art. 123 AEUV vereinbar. Das Tätigwerden der Zentralbanken des Eurosystems ist mit hinreichenden Garantien im Sinne der Rechtsprechung des Gerichtshofs versehen, da sichergestellt ist, dass der Einfluss der Ankäufe an den Sekundärmärkten auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel nicht umgeht (siehe unten a) und b)). Insbesondere hat die EZB die tatsächlichen Auswirkungen des PSPP-Beschlusses fortlaufend beobachtet und war durch die Ergebnisse dieser Beobachtung nicht veranlasst, die eingerichteten Garantien zu überdenken (siehe unten c)).

#### a) Keine gleiche Wirkung wie der Erwerb an den Primärmärkten

63. Das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel wird zum einen deshalb nicht umgangen, weil die Garantien sicherstellen, dass der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten nicht die gleiche Wirkung wie der Erwerb an den Primärmärkten hat (siehe unten (1)). Die Wirksamkeit der von der EZB eingerichteten Garantien wird weder dadurch in Frage gestellt, dass die EZB bestimmte Modalitäten des PSPP angekündigt hat (siehe unten (2)), noch dadurch, dass sich weitere, für

<sup>84</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 113.

<sup>85</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 109.

<sup>86</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 115.



die Bildung einer solchen Gewissheit wesentliche Modalitäten aus der Ankaufpraxis der Zentralbanken des Eurosystems ableiten ließen (siehe unten (3)).

64. Schließlich ist die EZB bereit, dem Gerichtshof die genaue Dauer der Mindestfrist zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten offenzulegen, wenn er dies für die Prüfung der Vereinbarkeit des PSPP-Beschlusses mit Art. 123 AEUV als notwendig erachten sollte und Vertraulichkeit gewährleistet (siehe unten (4)).

**(1) Garantien, die Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer und der nationalen Schuldenagenturen ausschließen**

65. Die von der EZB eingerichteten Garantien stellen sicher, dass sich ein Marktpreis für Anleihen des öffentlichen Sektors gebildet hat, bevor sie nach ihrer Ausgabe von den Zentralbanken des Eurosystems an den Sekundärmärkten angekauft werden, und schließen dadurch die Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer (siehe unten (a)) und der nationalen Schuldenagenturen (siehe unten (b)) aus. Sechs Garantien sind hervorzuheben.

**(a) Keine Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer**

**(aa) Stillhaltefrist**

66. *Erstens* legt Art. 4 Abs. 1 des PSPP-Beschlusses in Verbindung mit Art. 15 der nicht-öffentlichen Leitlinie vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten („PSPP-Leitlinie“) eine Mindestfrist zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten („Stillhaltefrist“) fest.<sup>87</sup> Die Einhaltung dieser Untergrenze, die sich eher in Tagen als in Wochen bemisst, wird unter der Regie des Ausschusses für Risikomanagement des Eurosystems täglich überprüft.<sup>88</sup>

<sup>87</sup> EuGH, C-52/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 106.

<sup>88</sup> Art. 4 Abs. 3 und Art. 9 der PSPP-Leitlinie in Verbindung mit Abs. 5 Buchstabe g) und Abs. 6 Buchstabe a) des Anhangs. Eine vom EZB-Rat genehmigte konsolidierte Fassung der PSPP-Leitlinie, in der marktempfindliche Informationen geschwärzt sind, befindet sich in **Anhang 8**.

*(bb) Tatsächlich längerer Zeitraum zwischen Ausgabe und Erwerb*

67. Zweitens ist der tatsächliche Zeitraum zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten typischerweise wesentlich länger als die Stillhaltefrist, d.h. er bewegt sich meistens zwischen Wochen und Monaten.
68. Die Stillhaltefrist ist lediglich eine Mindestfrist, während der die Zentralbanken des Eurosystems keine Anleihen des öffentlichen Sektors erwerben dürfen. Sie legt deshalb gerade nicht fest, dass Anleihen unmittelbar bzw. zum frühestmöglichen Zeitpunkt nach Ablauf der Mindestfrist erworben werden müssen. Vielmehr verteilen die Zentralbanken des Eurosystems die täglichen Ankäufe an den Sekundärmärkten nach dem Grundsatz der Marktneutralität auf mehrere in Frage kommende Anleihen und Emittenten. Dabei können sie sowohl zwischen kürzlich begebenen und länger an den Sekundärmärkten verfügbaren Anleihen des öffentlichen Sektors wählen als auch zwischen mehreren Emittenten in den einzelnen Mitgliedstaaten des Euroraums, d.h. den Zentralregierungen, regionalen und lokalen Gebietskörperschaften sowie den Körperschaften der öffentlichen Hand. Der Grundsatz der Marktneutralität ist Teil des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb nach Art. 119 Abs. 2 und Art. 127 Abs. 1 AEUV, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird,<sup>69</sup> sowie des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit nach Art. 5 Abs. 4 AEUV<sup>90</sup>.
69. Der tatsächlich längere Zeitraum zwischen Ausgabe und Erwerb hat zur Folge, dass ein Wirtschaftsteilnehmer, der eine Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten kauft, nicht davon ausgehen kann, dass er diese Anleihe zeitnah an die

---

<sup>69</sup> Erwägungsgrund (6) des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a) stellt unmittelbar auf den Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb ab, Erwägungsgrund (9) darauf, dass der Ankauf von Anleihen des öffentlichen Sektors dezentral durch die Zentralbanken des Eurosystems „unter geeigneter Berücksichtigung von Marktpreisbildung und Marktfunktion“ erfolgt.

<sup>90</sup> Art. 2 Abs. 3 der PSPP-Leitlinie (Anhang 8) stellt einen Zusammenhang zwischen dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit und dem Grundsatz der Marktneutralität her: „The monthly purchase guidance should reflect the relative purchase intensity that needs to apply below the deposit facility rate in order to ensure the feasibility of the APP and minimise deviations from the capital key (in relation to the PSPP), [...] complying with the legal principle of proportionality, including the concept of market neutrality“.



Zentralbanken des Eurosystems verkaufen kann. Da er diese Unsicherheit in seinem Preissetzungsverhalten berücksichtigen wird, sichert diese Garantie die Bildung eines Marktpreises zusätzlich ab.

*(cc) Obergrenzen für Ankäufe pro Emission und pro Emittent*

70. *Drittens* hat die EZB zwei Obergrenzen für Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors festgelegt: eine Obergrenze pro Emission („issue share limit“), d.h. pro Internationaler Wertpapier-Identifikationsnummer („ISIN“), und eine Obergrenze pro Emittent („issuer limit“). Nach Art. 5 Abs. 1 des PSPP-Beschlusses beträgt die Obergrenze pro Emission 50 % für Anleihen, die von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken begeben werden, und grundsätzlich 33 % (ausnahmsweise 25 %) für andere Anleihen. Nach Art. 5 Abs. 2 des PSPP-Beschlusses beträgt die Obergrenze pro Emittent 50 % für Emittenten, die eine internationale Organisation oder multilaterale Entwicklungsbank sind, und 33 % für andere Emittenten. Die Einhaltung dieser Obergrenzen wird unter der Regie des Ausschusses für Risikomanagement des Eurosystems unter Berücksichtigung der in allen weiteren Portfolios vorhandenen Bestände der Zentralbanken des Eurosystems an Anleihen des öffentlichen Sektors täglich überprüft.<sup>91</sup>
71. Die Obergrenzen für Ankäufe von Anleihen pro Emission und pro Emittent erfüllen mehrere Funktionen, die unterschieden werden müssen. Die EZB will mit der Obergrenze für Ankäufe pro Emission zunächst verhindern, „dass bei einer Umschuldung unter Anwendung von Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CACs) eine Sperrminorität entsteh[t]“, und mit der Obergrenze für Ankäufe pro Emittent, dass die Zentralbanken des Eurosystems zu einem dominanten Gläubiger der Mitgliedstaaten des Euroraums werden.<sup>92</sup>

<sup>91</sup> Art. 4 Abs. 3 der PSPP-Leitlinie (**Anhang 8**) in Verbindung mit Abs. 5 des Anhangs. Ferner sind die nationalen Zentralbanken des Eurosystems nach Art. 10 der PSPP-Leitlinie verpflichtet, dem Direktorium der EZB das Bestehen von Umschuldungsklauseln von Anleihen zu bestätigen, die in ihrem Mitgliedstaat des Euroraums begeben werden.

<sup>92</sup> Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 21. und 22. Januar 2015, abrufbar unter [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Accounts/2015\\_02\\_19\\_account.pdf?blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Accounts/2015_02_19_account.pdf?blob=publicationFile) (**Anhang 2c**).

72. Darüber hinaus tragen beide Obergrenzen im hier relevanten Zusammenhang zum Funktionieren der Märkte bei, insbesondere zur Bildung eines Marktpreises.<sup>93</sup> Da die Obergrenzen für Ankäufe von Anleihen pro Emission und pro Emittent bedeuten, dass die Zentralbanken des Eurosystems grundsätzlich maximal 33 % einer Anleihe des öffentlichen Sektors pro Emission und pro Emittent erwerben können, steht die Wahrscheinlichkeit bestenfalls etwa<sup>94</sup> eins zu zwei, dass eine Anleihe, die ein Wirtschaftsteilnehmer an den Primärmärkten erwirbt, von den Zentralbanken des Eurosystems an den Sekundärmärkten angekauft wird. Ein Wirtschaftsteilnehmer, der bereit wäre, eine Anleihe des öffentlichen Sektors zu halten, um sie zu irgendeinem Zeitpunkt an die Zentralbanken des Eurosystems zu verkaufen, wäre sowohl dem Risiko ausgesetzt, dass der Marktpreis für diese Anleihe über diesen längeren Zeitraum Schwankungen unterliegt bzw. fällt, als auch, dass sich die Zentralbanken des Eurosystems bei anderen Wirtschaftsteilnehmern bis zur Obergrenze eindecken.
73. Schließlich stellen beide Obergrenzen sicher, dass die Volumen der Anleihen des öffentlichen Sektors, die von den Zentralbanken des Eurosystems erworben werden können, und damit die Auswirkungen dieses Erwerbs auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums<sup>95</sup> und die Bilanzen der Zentralbanken des Eurosystems<sup>96</sup> faktisch beschränkt werden.

*(dd) Tatsächlich geringere Ankäufe*

74. *Viertens* werden die Obergrenzen für Ankäufe einer Anleihe des öffentlichen Sektors pro Emission und pro Emittent nicht zwingend ausgeschöpft.
75. Die Zentralbanken des Eurosystems sind nicht angehalten, die Obergrenzen für Ankäufe pro Emission und pro Emittent zu erreichen, sondern verteilen die täglichen

---

<sup>93</sup> Erwägungsgrund (5) des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).

<sup>94</sup> Die Wahrscheinlichkeit ist nicht bestenfalls eins zu zwei, sondern bestenfalls etwa eins zu zwei, weil die Obergrenze pro Emission sich aus praktischen Gründen nicht auf den an den Sekundärmärkten befindlichen Teil einer Emission beschränkt, sondern nach dem Gesamtvolumen einer Emission, identifiziert nach Internationaler Wertpapier-Identifikationsnummer (ISIN), richtet (siehe Vorlagebeschluss, Rn. 90). Dies bedeutet zwar, dass die Obergrenze pro Emission auch solche Anleihen berücksichtigt, die nicht an den Sekundärmärkten gehandelt, sondern von den Mitgliedstaaten des Euroraums zunächst bewusst für Zwecke der Kapitalmarktpflege zurückgehalten werden. Der genaue Umfang der längerfristig zurückgehaltenen Anleihen relativ zum Emissionsvolumen ist aber jedenfalls klein und nicht öffentlich bekannt.

<sup>95</sup> Siehe hierzu unten Rn. 103.

<sup>96</sup> Siehe hierzu unten Rn. 176.



Ankäufe an den Sekundärmärkten vielmehr nach dem Grundsatz der Marktneutralität auf mehrere in Frage kommende Anleihen und Emittenten eines Mitgliedstaats des Euroraums. Je mehr die Zentralbanken des Eurosystems länger an den Sekundärmärkten verfügbare Anleihen kaufen und je mehr sie die Ankäufe auf mehrere Emittenten aufteilen können, desto länger dauert es im Gegenzug, die Obergrenzen für kürzlich begebene Anleihen oder Emittenten auszuschöpfen. Dadurch dass die Wahrscheinlichkeitsüberlegungen, die ein Wirtschaftsteilnehmer in sein Preissetzungsverhalten aufnehmen muss,<sup>97</sup> Unsicherheiten über die mögliche Ausschöpfung der Obergrenzen unterliegen, wird die Bildung eines Marktpreises zusätzlich abgesichert.

*(ee) Erwerb nur zum günstigsten und marktgerechten Preis*

76. *Fünftens* erwerben die Zentralbanken des Eurosystems Anleihen des öffentlichen Sektors nur zum jeweils günstigsten Preis an den Sekundärmärkten. Ist der jeweils günstigste Preis nicht marktgerecht, müssen die Zentralbanken des Eurosystems Ankäufe von diesen Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten aussetzen und stattdessen andere Anleihen erwerben. Die Marktgerechtigkeit der Preise, zu denen Anleihen von den Zentralbanken des Eurosystems angekauft werden, wird von dem Ausschuss für Risikomanagement des Eurosystems unter Koordination des Risikomanagements der EZB nachträglich überprüft.<sup>98</sup>
77. Hierdurch werden Preisverzerrungen an den Märkten vermieden, die entstehen könnten, wenn die Zentralbanken des Eurosystems Anleihen zu beliebigen Preisen erwerben würden. Ein Wirtschaftsteilnehmer, der eine Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten mit dem Ziel erwirbt, um sie danach an die Zentralbanken des Eurosystem zu verkaufen, ist dem Risiko ausgesetzt, dass die Zentralbanken des Eurosystems von einem Ankauf absehen oder mit anderen Geschäftspartnern handeln, weil diese günstigere Preise anbieten.

<sup>97</sup> Siehe oben Rn. 72.

<sup>98</sup> Art. 9 der PSPP-Leitlinie (**Anhang 8**) i.V.m. Abs. 6 Buchstabe b) und c) des Anhangs. In der englischen Originalfassung der PSPP-Leitlinie wird „marktgerecht“ mit „in line with the prevailing conditions in the market“ übersetzt, siehe Abs. 6 Buchstabe b) des Anhangs der PSPP-Leitlinie.

- (ff) *Keine Veröffentlichung von Informationen, die Rückschlüsse auf Ankaufpraxis zulassen*
78. *Sechstens* ist sichergestellt, dass keine Informationen veröffentlicht werden, aus denen Rückschlüsse auf die Ankaufpraxis der Zentralbanken des Eurosystems gezogen werden können, die zu einer Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer führen.
79. Die Geschäftspartner der Zentralbanken des Eurosystems erhalten keine Informationen, die Rückschlüsse auf die Ankaufpraxis der Zentralbanken des Eurosystems zulassen. Entsprechend der Usancen an den Anleihemärkten erlangen nur wenige Geschäftspartner überhaupt Kenntnis von einer Kaufanfrage der Zentralbanken des Eurosystems für eine bestimmte Anleihe des öffentlichen Sektors. Der Ankauf selbst ist nur für den Geschäftspartner sichtbar, mit dem das Geschäft tatsächlich abgeschlossen wird.<sup>99</sup> Da die Zentralbanken des Eurosystems mit einem (vertraulich gehaltenen) breiten Spektrum an Geschäftspartnern handeln,<sup>100</sup> kann sich jeder einzelne dieser Geschäftspartner nur ein unvollständiges Bild von der Ankaufpraxis der Zentralbanken des Eurosystems machen. Entsprechend der Usancen an den Anleihemärkten geben Geschäftspartner keine konkreten Angaben über Anfragen oder abgeschlossene Geschäfte der Zentralbanken des Eurosystems an andere Wirtschaftsteilnehmer weiter. Die Einhaltung dieser Usancen wird von der EZB überprüft, um sicherzustellen, dass einzelne Geschäftspartner Kaufanfragen oder tatsächliche Ankäufe nicht unter sich oder mit anderen Wirtschaftsteilnehmern austauschen können. Stellt die EZB fest, dass diese Usancen nicht eingehalten werden, kann sie Geschäftspartner von zukünftigen Ankäufen der Zentralbanken des Eurosystems ausschließen.
80. Darüber hinaus unterliegt die Veröffentlichung der Bestände an Anleihen des öffentlichen Sektors Einschränkungen, die sicherstellen, dass keine Rückschlüsse auf die Ankaufpraxis der Zentralbanken des Eurosystems gezogen werden können. Erstens werden die Bestände an Anleihen nur veröffentlicht, soweit dies geldpolitisch erforderlich ist. Dies gilt für die Veröffentlichung sowohl des Gesamtbuchwerts und

<sup>99</sup> Entsprechend der Usancen an den Anleihemärkten wird auf den meisten elektronischen Plattformen auch der Geschäftspartner, der den zweitbesten Preis angeboten hatte (das sogenannte Cover) über den Abschluss des Geschäfts – allerdings ohne Preisangabe – informiert.

<sup>100</sup> Art. 7 des PSPP-Beschlusses.



der gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit der von den Zentralbanken des Eurosystems erworbenen Anleihen nach Sitz des Emittenten<sup>101</sup> als auch der ISIN der von den Zentralbanken des Eurosystems erworbenen Anleihen im Rahmen der Wertpapierleihe<sup>102</sup>. Die Veröffentlichung des Gesamtbuchwerts und der gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit der von den Zentralbanken des Eurosystems erworbenen Anleihen nach Sitz des Emittenten bestätigt gegenüber den Finanzmärkten, dass die angekündigten Modalitäten des PSPP tatsächlich umgesetzt werden, und verhindert damit, dass die Ankündigungseffekte des PSPP, und damit einer seiner wesentlichen geldpolitischen Einflusskanäle, verpuffen. Die Veröffentlichung der ISIN der von den Zentralbanken des Eurosystems erworbenen Anleihen ist notwendig, um die Wertpapierleihe zu ermöglichen. Die Wertpapierleihe unterstützt das Funktionieren der Sekundärmärkte.<sup>103</sup>

81. Zweitens werden die Bestände an Anleihen nur in einer Art und Weise veröffentlicht, die verhindert, dass Wirtschaftsteilnehmer Ankaufstrategien der Zentralbanken des Eurosystems identifizieren können, um diese zur Vorhersage künftiger Ankäufe zu benutzen. Der Gesamtbuchwert und die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der von den Zentralbanken des Eurosystems erworbenen Anleihen nach Sitz des Emittenten werden nämlich nur auf aggregierter Basis, d.h. gerade nicht heruntergebrochen auf einzelne Anleihen oder Emittenten, veröffentlicht. Auch beinhaltet die Veröffentlichung der ISIN der von den Zentralbanken des Eurosystems erworbenen Anleihen im Rahmen der Wertpapierleihe gerade nicht den Umfang der Ankäufe einer ISIN. Die Wirtschaftsteilnehmer können deshalb nicht wissen, ob und in welchem Zeitraum die Zentralbanken des Eurosystems die Obergrenze für Ankäufe einer Anleihe des öffentlichen Sektors pro Emission ausschöpfen bzw. ausgeschöpft haben.

<sup>101</sup> Art. 8 Abs. 1 und 2 des PSPP-Beschlusses.

<sup>102</sup> Art. 9 des PSPP-Beschlusses und Art. 14 der PSPP-Leitlinie (**Anhang 8**).

<sup>103</sup> Im Rahmen des sogenannten Market-Makings stellen Wertpapierhändler regelmäßig auch Angebotspreise (Briefkurse) für Anleihen, die sie zu diesem Zeitpunkt nicht besitzen. Sollten sie diese Anleihen dann verkaufen, so ist die Eindeckung durch Wertpapierpensionsgeschäfte ein wichtiger Faktor für Marktliquidität, den das Eurosystem durch eigene Pensionsgeschäfte unterstützt. Weitere Informationen zur Wertpapierleihe sind abrufbar unter <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/lending/html/index.en.html>.

*(b) Keine Gewissheit der nationalen Schuldenagenturen der Mitgliedstaaten des Euroraums*

82. Für die Ungewissheit der nationalen Schuldenagenturen der Mitgliedstaaten des Euroraums, dass ihre Anleihen nach ihrer Ausgabe von den Zentralbanken des Eurosystems erworben werden, gelten die gleichen Erwägungen wie für die Ungewissheit der Wirtschaftsteilnehmer, dass Anleihen des öffentlichen Sektors, die von ihnen auf den Primärmärkten erworben werden, von den Zentralbanken des Eurosystem angekauft werden. Der Grund hierfür ist, dass die Wirtschaftsteilnehmer im Hinblick auf Anleihen des öffentlichen Sektors die einzig mögliche Brücke zwischen den an den Primärmärkten emittierenden nationalen Schuldenagenturen und den auf den Sekundärmärkten tätigen Zentralbanken des Eurosystems bilden. Um Anleihen des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten zu begeben, müssen nationale Schuldenagenturen einen Preis bieten, der den Wirtschaftsteilnehmern, von denen die Nachfrage für die Anleihen ausgeht, als akzeptabel erscheint. Da Wirtschaftsteilnehmer jedoch keine Gewissheit über einen eventuellen späteren Ankauf der Anleihen durch die Zentralbanken des Eurosystems haben, werden sie diesen Preis unter Marktbedingungen kalkulieren. Somit überträgt sich der Mangel an Gewissheit bei den Wirtschaftsteilnehmern auf die Situation der nationalen Schuldenagenturen.

**(2) Garantien sind trotz angekündigter Modalitäten hinreichend**

83. Die Wirksamkeit der von der EZB eingerichteten Garantien wird nicht dadurch beeinträchtigt, dass die EZB bestimmte Modalitäten angekündigt hat. Dies gilt insbesondere für die im Vorlagebeschluss<sup>104</sup> genannten Modalitäten des monatlichen Kaufvolumens und der voraussichtlichen Dauer des APP, der Obergrenzen für die Ankäufe pro Emission und pro Emittent<sup>105</sup> und der Aufteilung von Ankäufen der von den Mitgliedstaaten des Euroraums begebenen Anleihen durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems anhand des Schlüssels der Kapitalzeichnung der EZB<sup>106</sup>.

<sup>104</sup> Vorlagebeschluss, Rn. 83.

<sup>105</sup> Art. 5 des PSPP-Beschlusses.

<sup>106</sup> Art. 6 Abs. 2 des PSPP-Beschlusses.



84. Die Ankündigung der Modalitäten, insbesondere des monatlichen Kaufvolumens und der voraussichtlichen Dauer des APP, ist eine Kommunikation über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik („forward guidance“) und damit als eigenständige geldpolitische Maßnahme zu verstehen, die dazu dient, die mit den Ankäufen von Anleihen des privaten und öffentlichen Sektors beabsichtigten Wirkungen zu verstärken.<sup>107</sup> Sie ist gleichzeitig Ausdruck der Verhältnismäßigkeit des APP, da die EZB ohne derartige Kommunikation darauf angewiesen wäre, das monatliche Kaufvolumen des APP zu erhöhen, um dieselben beabsichtigten Wirkungen zu erzielen.<sup>108</sup> Die Ankündigung der Modalitäten führt aber über die beabsichtigte makroökonomische Vorhersehbarkeit hinaus nicht zu der mikroökonomischen Vorhersehbarkeit konkreter Ankäufe einzelner Anleihen des öffentlichen Sektors durch die Zentralbanken des Eurosystems und damit auch nicht zu der Gewissheit im Sinne der Rechtsprechung des Gerichtshofs, d.h. der Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer und der nationalen Schuldenagenturen der Mitgliedstaaten des Euroraums.
85. Da die Zentralbanken des Eurosystems, wie oben ausgeführt,<sup>109</sup> grundsätzlich maximal 33 % einer Anleihe des öffentlichen Sektors pro Emission und pro Emittent abnehmen können, steht die Wahrscheinlichkeit bestenfalls etwa eins zu zwei, dass eine Anleihe, die ein Wirtschaftsteilnehmer an den Primärmärkten erwirbt, von den Zentralbanken des Eurosystems an den Sekundärmärkten angekauft wird. Diese Wahrscheinlichkeit wird zusätzlich durch die von der EZB eingerichteten Garantien relativiert. Der Zeitraum zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten ist meistens wesentlich länger als die Stillhaltefrist.<sup>110</sup> Auch werden die Obergrenzen für Ankäufe pro Emission und pro Emittent nicht zwingend ausgeschöpft.<sup>111</sup> Selbst wenn die Zentralbanken des Eurosystems das verfügbare Limit in einer bestimmten Anleihe des öffentlichen Sektors vollständig ausschöpfen würden, wäre der Zeitpunkt, zu

<sup>107</sup> Siehe oben Rn. 9 und 14.

<sup>108</sup> Ohne die Ankündigung des monatlichen Kaufvolumens des APP hätten die Zentralbanken des Eurosystems mehr Anleihen des öffentlichen Sektors erwerben müssen, um die gleichen Wirkungen zu erzielen. Siehe für die Ankündigungseffekte oben Rn. 24 ff. und EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 79.

<sup>109</sup> Siehe oben Rn. 72.

<sup>110</sup> Siehe oben Rn. 67 ff.

<sup>111</sup> Siehe oben Rn. 74 f.

dem die Zentralbanken des Eurosystems diese Anleihen erwerben, bestenfalls unsicher. Wie oben erläutert,<sup>112</sup> verteilen sie die täglichen Ankäufe an den Sekundärmärkten nach dem Grundsatz der Marktneutralität auf mehrere in Frage kommende Anleihen und Emittenten eines Mitgliedstaats des Euroraums und erwerben diese nicht nur zum jeweils günstigsten, sondern jedenfalls auch nur zu einem marktgerechten Preis.

86. Hinzu kommt, dass die nationalen Schuldenagenturen der Mitgliedstaaten des Euroraums grundsätzlich keine Kenntnis über die Halter ihrer Anleihen haben, da diese als Inhaberschuldverschreibungen begeben werden, die dann bei einer zentralen Verwahrstelle als Sammelschuldverschreibung deponiert werden. Die von den zentralen Verwahrstellen gehaltenen Informationen über die letztlichen Eigentümer eines bestimmten Anteils einer bestimmten Anleihe sind vertraulich und dem Emittenten nicht zugänglich. Wenn nationale Schuldenagenturen auf der Grundlage der angekündigten Modalitäten, insbesondere der Aufteilung von Ankäufen der von den Mitgliedstaaten des Euroraums begebenen Anleihen durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems anhand des Schlüssels der Kapitalzeichnung der EZB glauben, eine grobe Schätzung abgeben zu können, welcher Anteil des von ihnen begebenen Anleihevolumens durch die Zentralbanken des Eurosystems aufgekauft worden ist, ist diese Schätzung notwendigerweise fehlerbehaftet. Nationalen Schuldenagenturen fehlen die Informationen, die erforderlich sind, um Gewissheit darüber zu haben, welcher Anteil des von ihnen jeweils begebenen Anleihevolumens durch die Zentralbanken des Eurosystems aufgekauft worden ist. Wie oben erwähnt,<sup>113</sup> unterliegt die Veröffentlichung der Bestände an Anleihen des öffentlichen Sektors Einschränkungen, die sicherstellen, dass keine Rückschlüsse auf die Ankaufpraxis der Zentralbanken des Eurosystems gezogen werden können.

### (3) Keine darüber hinausgehende Ableitbarkeit der Ankaufpraxis

87. Nach Auffassung der EZB lassen sich aus der Ankaufpraxis der Zentralbanken des Eurosystems auch keine weiteren Modalitäten des PSPP ableiten, insbesondere keine Knappheit an Anleihen, die zu einer Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer und

---

<sup>112</sup> Siehe oben Rn. 76 f.

<sup>113</sup> Siehe oben Rn. 80 f.



der nationalen Schuldenagenturen der Mitgliedstaaten des Euroraums führen, dass Anleihen nach ihrer Ausgabe von den Zentralbanken des Eurosystems erworben werden. Wie oben ausgeführt,<sup>114</sup> hat die EZB vielmehr sichergestellt, dass Informationen, die solche Rückschlüsse zuließen, gerade nicht öffentlich zugänglich sind.

88. Das Ankaufverhalten der Zentralbanken des Eurosystems ließe sich nur dann im Sinne einer Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer und der nationalen Schuldenagenturen der Mitgliedstaaten des Euroraums vorhersagen, wenn eine Knappheit in dem Sinne vorliegen würde, dass den Zentralbanken des Eurosystems an jedem gegebenen Tag nur so wenige Anleihen zur Verfügung stehen würden, dass Ankäufe dieser Anleihen vorhersehbar erfolgen würden. Einer solchen Knappheit widerspricht jedoch, dass das PSPP schon seit über zwei Jahren unter Einbeziehung vieler verschiedener Anleihen umgesetzt wird.

#### **(4) Bedingte Offenlegung der Stillhaltefrist**

89. Die EZB hat bereits offengelegt, dass die Mindestfrist zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten nach Art. 4 Abs. 1 des PSPP-Beschlusses in Verbindung mit Art. 15 der PSPP-Leitlinie eher in Tagen als in Wochen bemessen ist.<sup>115</sup> Darüber hinaus ist sie bereit, dem Gerichtshof die genaue Dauer der Stillhaltefrist offenzulegen, wenn er dies für die Prüfung der Vereinbarkeit des PSPP-Beschlusses mit Art. 123 AEUV als notwendig erachten sollte und Vertraulichkeit gewährleistet.
90. Bislang hat der Gerichtshof die Offenlegung der ungefähren Dauer der Stillhaltefrist als ausreichend erachtet, um eine geldpolitische Maßnahme am Maßstab des Art. 123 AEUV zu überprüfen.<sup>116</sup> Der Fall, den der Gerichtshof zu entscheiden hatte, betraf jedoch eine geldpolitische Maßnahme, die noch nicht umgesetzt worden war. Der PSPP-Beschluss wird wiederum seit über zwei Jahren umgesetzt.

---

<sup>114</sup> Siehe oben Rn. 78 ff.

<sup>115</sup> Siehe oben Rn. 66.

<sup>116</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 106. In den von der EZB vorgelegten Entwürfen für einen Beschluss und eine Leitlinie war die genaue Dauer der Stillhaltefrist geschwärzt, und die Dauer der Stillhaltefrist wurde in der schriftlichen Erklärung der EZB ebenfalls als „eher in Tagen als in Wochen gemessen“ beschrieben.

91. Die Offenlegung der genauen Dauer der Stillhaltefrist ohne Gewährleistung von Vertraulichkeit würde die Wirksamkeit der Garantie während der Umsetzung des PSPP-Beschlusses maßgeblich einschränken. Zwar wird die Bedeutung der Stillhaltefrist zur Sicherstellung der Bildung eines Marktpreises durch die zusätzliche Garantie relativiert, dass der tatsächliche Zeitraum zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten typischerweise wesentlich länger ist als die Stillhaltefrist.<sup>117</sup> Dennoch würde ihre Offenlegung zu Erwartungshaltungen im Markt führen, die die Marktpreisbildung erschweren würden, wenn der tatsächliche Zeitraum zwischen der Ausgabe einer Anleihe des öffentlichen Sektors an den Primärmärkten und ihrem Erwerb an den Sekundärmärkten im Einzelfall unmittelbar der Stillhaltefrist gleichen sollte.

**b) Kein anderweitiger Verlust des Anreizes, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen**

92. Das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel wird zum anderen deshalb nicht umgangen, weil zusätzliche Garantien sicherstellen, dass der Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums ihnen nicht anderweitig, d.h. über die Sicherstellung der Bildung eines Marktpreises hinaus, den Anreiz nimmt, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen (siehe unten (1)). Die Wirksamkeit der von der EZB eingerichteten Garantien wird nicht dadurch beeinträchtigt, dass der PSPP-Beschluss weder ausgeschlossen hat, Anleihen bis zur Endfälligkeit halten (siehe unten (2)), noch, Anleihen mit negativer Rendite zu erwerben (siehe unten (3)).

**(1) Zusätzliche Garantien, die den Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Anreiz, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, begrenzen**

93. Die EZB hat zusätzliche Garantien eingerichtet, die den Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, begrenzen. Vier solche Garantien sind hervorzuheben.

---

<sup>117</sup> Siehe oben Rn. 67 ff.



(a) *Unabhängige Durchführung des PSPP-Beschlusses*

94. *Erstens* führen die Zentralbanken des Eurosystems den PSPP-Beschluss unabhängig von der von den nationalen Parlamenten der Mitgliedstaaten des Euroraums verfolgten Haushaltspolitik durch. Der PSPP-Beschluss sieht den Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten durch die Zentralbanken des Eurosystems nämlich nur in dem Umfang vor, der erforderlich ist, damit sich die Inflationsraten, entsprechend dem vorrangigen Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, mittelfristig wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern.<sup>118</sup>
95. Der Gerichtshof hat festgestellt, dass bereits diese Begrenzung des Tätigwerdens der Zentralbanken des Eurosystems bedeutet, dass sich die Mitgliedstaaten des Euroraums bei der – langfristigen – Festlegung ihrer Haushaltspolitik nicht auf die Gewissheit stützen können, dass ihre Anleihen des öffentlichen Sektors künftig von den Zentralbanken des Eurosystems an den Sekundärmärkten angekauft werden.<sup>119</sup> Der Gerichtshof hat weiter ausgeführt, dass die Mitgliedstaaten des Euroraums wegen dieser Begrenzung weder unberücksichtigt lassen können, dass sie im Fall eines Defizits nach einer Finanzierung auf dem Markt suchen müssen, noch sich vor den Konsequenzen schützen können, die die Entwicklung ihrer makroökonomischen Lage oder ihrer Haushaltslage unter diesem Aspekt mit sich bringen kann.<sup>120</sup>

(b) *Erfüllung der Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems*

96. *Zweitens* müssen die Anleihen des öffentlichen Sektors, die die Zentralbanken des Eurosystems im Rahmen des PSPP erwerben, nach Art. 3 Abs. 2 des PSPP-Beschlusses die Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems erfüllen. Insbesondere müssen angekaufte Anleihen mindestens über eine Bonitätsbeurteilung der Kreditqualitätsstufe (KQS) 3 in der harmonisierten

<sup>118</sup> Erwägungsgrund (2) des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).

<sup>119</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 113.

<sup>120</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 114.

Ratingskala des Eurosystems verfügen.<sup>121</sup> Anleihen, die von einem Mitgliedstaat des Euroraums begeben werden, laufen Gefahr, eine solche Bonitätsbeurteilung zu verlieren, wenn ihre Emittenten keine gesunde Haushaltspolitik mehr verfolgen, und werden nicht mehr von den Zentralbanken des Eurosystems angekauft. Dadurch begrenzen diese Zulassungskriterien den Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.

97. Besondere Regeln gelten von vornherein für Anleihen, die von den Mitgliedstaaten des Euroraums, die an einem Finanzhilfeprogramm teilnehmen, begeben oder in vollem Umfang garantiert werden. Zum einen sind diese Anleihen für den Fall, dass die Bonitätsbeurteilung nicht mindestens KQS 3 entspricht, nach Art. 3 Abs. 2 Buchstabe d) des PSPP-Beschlusses nur zum Ankauf zugelassen, wenn für sie die Anwendung des Bonitätsschwellenwerts des Eurosystems durch den EZB-Rat nach Art. 8 der Leitlinie EZB/2014/31<sup>122</sup> ausgesetzt wurde. Dies bedeutet, dass sich der EZB-Rat zwar grundsätzlich, wie an den Sekundärmärkten üblich, auf die Beurteilung von Experten außerhalb des Eurosystems verlässt, die in der harmonisierten Ratingskala des Eurosystems zum Ausdruck kommt, aber die Möglichkeit besitzt, eine eigene Beurteilung vorzunehmen.<sup>123</sup>
98. Zum anderen wird der Erwerb dieser Anleihen nach Art. 3 Abs. 2 Buchstabe e) des PSPP-Beschlusses im Fall der Überprüfung eines laufenden Finanzhilfeprogramms ausgesetzt und erst dann wieder eingesetzt, wenn ein positives Überprüfungsergebnis vorliegt. Liegt ein solches positives Überprüfungsergebnis vor, regelt Art. 4 Abs. 2 des PSPP-Beschlusses, dass die hierauf folgende Ankaufrist grundsätzlich auf zwei Monate begrenzt ist.

---

<sup>121</sup> Das Eurosystem betrachtet eine Ausfallwahrscheinlichkeit von bis zu 0,1% über einen Zeitraum von einem Jahr als äquivalent zu KQS 2, und von bis zu 0,4% als äquivalent zu KQS 3 auf der harmonisierten Ratingskala.

<sup>122</sup> Leitlinie (EU) 2014/528 der EZB vom 9. Juli 2014 über zusätzlich zeitlich befristete Maßnahmen hinsichtlich der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und der Notenbankfähigkeit von Sicherheiten und zur Änderung der Leitlinie EZB/2007/9 (Neufassung) (EZB/2014/31) (Amtsblatt L 240, 13.8.2014, S. 28).

<sup>123</sup> Art. 3 Abs. 2 Buchstabe d) des PSPP-Beschlusses i.V.m. Art. 8 der Leitlinie EZB/2014/31.



99. Sollte sich die Bonität bestimmter Anleihen nach Erwerb durch die Zentralbanken des Eurosystems verschlechtern oder kein positives Überprüfungsergebnis vorliegen, kann der EZB-Rat nach Art. 13 Abs. 1 der PSPP-Leitlinie entscheiden, die betreffenden Anleihen zu verkaufen.
100. Auf der Grundlage dieser Garantien haben die Zentralbanken des Eurosystems im Rahmen des PSPP keine griechischen Anleihen des öffentlichen Sektors erworben.<sup>124</sup> Dabei hat der vom vorliegenden Gericht genannte Beschluss (EU) 2016/2041 die Zulassungskriterien nach Art. 3 des PSPP-Beschlusses zusätzlich verschärft. Angesichts der besonderen fiskalischen Situation Griechenlands hängen Ankäufe griechischer Anleihen des öffentlichen Sektors ausdrücklich von „Fortschritte[n] bei der Analyse und der Verstärkung der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung Griechenlands und anderen Risikomanagementabwägungen“ ab.
101. Ferner haben die Zentralbanken des Eurosystems im Rahmen des PSPP zyprische Anleihen nur bis zur Beendigung des Finanzhilfeprogramms unter Berücksichtigung der angeführten Grenzen erworben.<sup>125</sup> Nach Art. 1 des Beschlusses (EU) 2016/457<sup>126</sup> wurden die Mindestanforderungen des Eurosystems für die Bonitätsschwellenwerte auf von der Republik Zypern begebene oder in vollem Umfang garantierte marktfähige Schuldtitel nach Beendigung des Finanzhilfeprogramms wieder angewendet.

*(c) Obergrenzen für Ankäufe pro Emission und pro Emittent*

102. *Drittens* wird der Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Anreiz der Mitgliedstaaten, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, durch die in Art. 5 Abs. 2 des PSPP-Beschlusses festgelegten Obergrenzen für Ankäufe

<sup>124</sup> Siehe den Beschluss (EU) 2015/300 der Europäischen Zentralbank vom 10. Februar 2015 über die Notenbankfähigkeit der von der Hellenischen Republik begebenen oder in vollem Umfang garantierten marktfähigen Schuldtitel (EZB/2015/6) (Amtsblatt L 53, 25.2.2015, S. 39), und den Beschluss (EU) 2016/1041.

<sup>125</sup> Die auf von der Republik Zypern begebene oder in vollem Umfang garantierte marktfähige Schuldtitel anzuwendenden Mindestanforderungen des Eurosystems für die Bonitätsschwellenwerte wurden durch Beschluss (EU) 2013/220 der Europäischen Zentralbank vom 2. Mai 2013 über temporäre Maßnahmen hinsichtlich der Notenbankfähigkeit der von der Republik Zypern begebenen oder in vollem Umfang garantierten marktfähigen Schuldtitel (EZB/2013/13) (Amtsblatt L 133, 17.5.2013, S. 26) ausnahmsweise zeitweilig ausgesetzt.

<sup>126</sup> Beschluss (EU) 2016/457 der Europäischen Zentralbank vom 16. März 2016 über die Notenbankfähigkeit der von der Republik Zypern begebenen oder in vollem Umfang garantierten marktfähigen Schuldtitel (EZB/2016/5) (Amtsblatt L 79, 30.3.2016, S. 41).

von Anleihen des öffentlichen Sektors pro Emission, d.h. ISIN, und pro Emittent begrenzt.

103. Wie bereits oben ausgeführt,<sup>127</sup> stellt die Obergrenze für Ankäufe pro Emission im hier relevanten Zusammenhang sicher, dass bei einer Umschuldung unter Anwendung von CACs keine Sperrminorität der Zentralbanken des Eurosystems entsteht. Ferner stellt die Obergrenze für Ankäufe pro Emittent sicher, dass die Zentralbanken des Eurosystems nicht zu einem dominanten Gläubiger der Mitgliedstaaten des Euroraums werden. Beide Obergrenzen gewährleisten ferner, dass das Volumen der Anleihen des öffentlichen Sektors, die von den Zentralbanken des Eurosystems erworben werden können, und damit die Auswirkungen dieses Erwerbs auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums faktisch beschränkt werden.<sup>128</sup>

*(d) Aufteilung der Ankäufe anhand des Kapitalschlüssels der EZB*

104. *Viertens* werden 80 % der Ankäufe nach Art. 6 Abs. 1 und Abs. 2 des PSPP-Beschlusses auf die Mitgliedstaaten des Euroraums anhand des Schlüssels der Kapitalzeichnung der EZB<sup>129</sup> aufgeteilt, wobei jede nationale Zentralbank des Eurosystems die Anleihen des jeweiligen Hoheitsgebiets ihres Mitgliedstaats ankauft. Von den verbleibenden 20 % der Ankäufe wird eine Hälfte,<sup>130</sup> nämlich Anleihen, die von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken mit Sitz im Euroraum begeben werden und typischerweise höchste Kreditwürdigkeitsstandards erfüllen, ebenfalls von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems getragen. Die verbleibenden 10 % der Ankäufe erfolgen durch die EZB über alle Mitgliedstaaten des Euroraums hinweg.
105. Die Tatsache, dass die Ankäufe anteilig und nach einem neutralen Schlüssel auf die Mitgliedstaaten des Euroraums verteilt werden, begrenzt den Einfluss des Erwerbs des öffentlichen Sektors auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums,

<sup>127</sup> Siehe oben Rn. 71.

<sup>128</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 116.

<sup>129</sup> Art. 29 der Satzung des ESZB und der EZB.

<sup>130</sup> Ursprünglich 12 %, dann 10 % der Ankäufe.



eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen. Ankäufe erfolgen unabhängig vom Gesamtschuldenstand der Mitgliedstaaten des Euroraums. Je höher die für PSPP in Frage kommende Schuld in einem Mitgliedstaat des Euroraums im Vergleich zum anteiligen Erwerb durch die nationale Zentralbank dieses Mitgliedstaats ist, desto weniger wahrscheinlich ist es deshalb, dass die Zentralbanken des Eurosystems in einer bestimmten Anleihe pro Emission oder pro Emittent einen bestimmten Betrag investieren.

106. Diese Regelung wird unterstützt durch Art. 3 Abs. 3 des PSPP-Beschlusses, wonach die nationalen Zentralbanken des Eurosystems Ersatzankäufe tätigen, wenn die für den Ankauf von Anleihen, die von Zentralregierungen, regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften und anerkannten Organen ihres jeweiligen Mitgliedstaats vorgesehenen Summen nicht erreicht werden können. Erfüllen die Anleihen, die von ihrem jeweiligen Mitgliedstaat begeben werden, etwa die Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems nicht, erstrecken sich die Ersatzankäufe nur auf solche Anleihen, die von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken begeben werden, nicht aber auf solche, die von anderen Mitgliedstaaten des Euroraums begeben werden.<sup>131</sup>

**(2) Garantien sind trotz eventuellem Halten bis zum Eintritt der Fälligkeit hinreichend**

107. Die Wirksamkeit der von der EZB eingerichteten Garantien wird nicht dadurch in Frage gestellt, dass der PSPP-Beschluss nicht ausgeschlossen hat, Anleihen des öffentlichen Sektors bis zum Eintritt ihrer Fälligkeit zu halten.
108. Nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs spielt die Möglichkeit der Zentralbanken des Eurosystems, erworbene Anleihen bis zum Eintritt ihrer Fälligkeit zu halten, keine ausschlaggebende Rolle bei der Bewertung, ob der Anreiz, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, begrenzt ist. Der Gerichtshof hat insoweit ausgeführt, dass „diese Möglichkeit voraussetzt, dass eine solche Handlungsweise zur Verwirklichung der angestrebten Ziele erforderlich ist, und jedenfalls den beteiligten Wirtschaftsteilnehmern nicht die Gewissheit gewährt, dass das ESZB von dieser Option

<sup>131</sup> Dies ist z.B. der Fall von Griechenland.

Gebrauch macht".<sup>132</sup> Er hat hinzugefügt, dass eine solche Vorgehensweise durch Art. 18 Abs. 1 der Satzung des ESZB und der EZB nicht ausgeschlossen wird und auch keinen Verzicht auf die Begleichung der Schuld bei Eintritt ihrer Fälligkeit bedeutet.<sup>133</sup>

109. Das Halten von Anleihen ist derzeit – unabhängig von ihrer jeweiligen Laufzeit – geldpolitisch notwendig, damit sich die Inflationsraten, entsprechend dem vorrangigen Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, mittelfristig wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern. Wie oben erläutert,<sup>134</sup> entfalten die Unterprogramme des APP, einschließlich des PSPP, in einem ersten Schritt über die Angebotsverknappung, die sie in dem jeweiligen Marktsegment herbeiführen, ihre Wirkung. Diese Angebotsverknappung schlägt sich in einem zweiten Schritt in einer Vergünstigung der generellen Finanzierungsbedingungen nieder. Ein Verkauf von Anleihen durch die Zentralbanken des Eurosystems hätte die gegenteilige Wirkung und würde dem Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, angesichts der gegebenen gesamtwirtschaftlichen Lage entgegenstehen. Das Angebot von Anleihen an den Märkten würde erweitert, was die Straffung der Finanzierungsbedingungen zur Folge hätte. Dies widerspräche dem derzeit angestrebten Ziel der geldpolitischen Maßnahmen der EZB.
110. Dies schließt den Verkauf von Anleihen durch die Zentralbanken des Eurosystems nicht aus.<sup>135</sup> In einer Situation, in der das Eurosystem anstrebt, durch Anleihekäufe zusätzliche geldpolitische Stimulierung zu erzeugen, ist ein gleichzeitiger Verkauf von Anleihen jedoch nicht sinnvoll. Einerseits müssten die Zentralbanken des Eurosystems, um die gleiche geldpolitische Wirkung zu erreichen, ihre Ankäufe um ungefähr den Betrag der Verkäufe anheben, so dass sich netto an dem erforderlichen Ankaufvolumen nichts ändern würde. Andererseits würde die operationale Umset-

<sup>132</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 118.

<sup>133</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 118.

<sup>134</sup> Siehe oben Rn. 17.

<sup>135</sup> Art. 12 Abs. 2 der PSPP-Leitlinie (Anhang 8). Die Zentralbanken des Eurosystems haben einzelne Anleihen des öffentlichen Sektors auch verkauft, um die eingerichteten Garantien einzuhalten.



zung des PSPP unangemessen erschwert, da der insgesamt durch die Zentralbanken des Eurosystems zu handelnde Betrag (Ankäufe und Verkäufe) ansteigen müsste.

111. Sollte es geldpolitisch nicht mehr notwendig sein, das Angebot von Anleihen an den Märkten zusätzlich zu verknappen, aber immer noch, die erworbenen Bestände an Anleihen konstant zu halten, würden die Tilgungsbeträge der erworbenen Anleihen bei Fälligkeit reinvestiert.<sup>136</sup> Sollte es geldpolitisch nicht mehr notwendig sein, die erworbenen Bestände an Anleihen konstant zu halten, würden die Tilgungsbeiträge ab einem bestimmten Zeitpunkt nicht mehr oder nur noch teilweise reinvestiert. Dies trüge zur Schrumpfung der Bestände und damit zur geldpolitischen Straffung bei. Sollte es geldpolitisch notwendig sein, die erworbenen Bestände an Anleihen schneller zu vermindern, würden Anleihen verkauft werden. Das Tempo, mit dem das Eurosystem die Bestände verringern würde, müsste einerseits die gesamtwirtschaftlichen Lage berücksichtigen und hinge andererseits von der dann gewählten Kombination geldpolitischer Maßnahmen sowie von finanzmarkttechnischen Aspekten ab.
112. Die Wirtschaftsteilnehmer und Mitgliedstaaten des Euroraums haben auch nicht die Gewissheit, dass die Zentralbanken des Eurosystems von der Möglichkeit Gebrauch machen werden, Anleihen des öffentlichen Sektors bis zum Eintritt der Fälligkeit zu halten. Erstens ist, wie oben erwähnt,<sup>137</sup> das Halten der Anleihen – unabhängig von ihrer jeweiligen Laufzeit – und die Reinvestition der Tilgungsbeträge geldpolitisch motiviert, d.h. es ist davon auszugehen, dass Anleihen nur solange gehalten und Tilgungsbeträge nur solange reinvestiert werden, wie dies erforderlich ist, damit sich die Inflationsraten mittelfristig wieder bei einem Niveau von unter, aber nahe 2 % ansiedeln. Zweitens können die Zentralbanken des Eurosystems nach Art. 3 Abs. 3 des PSPP-Beschlusses Anleihen des öffentlichen Sektors mit einer Restlaufzeit von einem Jahr bis höchstens 30 Jahre und 364 Tage erwerben. Durch diese breite Streuung haben die Wirtschaftsteilnehmer und die Mitgliedstaaten des Euroraums keine Gewissheit, dass die Zentralbanken des Eurosystems alle

---

<sup>136</sup> Siehe oben Rn. 31.

<sup>137</sup> Siehe oben Rn. 107.

Anleihen bis zum Ende der Fälligkeit halten werden. Insbesondere die Mitgliedstaaten des Euroraums können nicht davon ausgehen, dass das PSPP noch aktiv sein wird, wenn alle heute begebenen Anleihen fällig werden. Zudem werden Änderungen des Emissionsverhaltens der Mitgliedstaaten des Euroraums, insbesondere die Emission von Anleihen mit kürzeren Laufzeiten, die noch vor dem antizipierten Ende der Ankäufe fällig werden, von der EZB sorgfältig überwacht, ohne dass es bisher zu Auffälligkeiten gekommen wäre.<sup>138</sup>

113. Selbst unter der Annahme, dass die Zentralbanken des Eurosystems alle Anleihen des öffentlichen Sektors bis zum Eintritt der Fälligkeit halten würde, hätte dies keine dauerhafte Neutralisierung der Schulden der Mitgliedstaaten des Euroraums an den Märkten zur Folge.<sup>139</sup> Den Mitgliedstaaten des Euroraums wäre nicht der Anreiz genommen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen. Die Zentralbanken des Eurosystems bestehen bei den von ihnen gehaltenen Anleihen des öffentlichen Sektors, wie alle anderen Investoren auch, auf vollständige Rückzahlung bei Eintritt der Fälligkeit. Da zudem die von den Zentralbanken des Eurosystems gehaltenen Anleihen des öffentlichen Sektors auch inhaltlich korrekt weiterhin in Statistiken der Staatsverschuldung wie auch in allen im privaten Sektor benutzten Referenzindizes<sup>140</sup> einbezogen werden, ist das Monitoring der Entwicklung der Haushaltspolitik in den Mitgliedstaaten des Euroraums ausreichend, um den Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, zu begrenzen.

114. Ein Halten von Anleihen des öffentlichen Sektors bis zum Eintritt der Fälligkeit wäre nach Auffassung der EZB nur dann durch zusätzliche Garantien abzusichern, wenn sie mit einer Selbstverpflichtung des Eurosystems einherginge, fällige Tilgungsbeträge *ad infinitum* in Anleihen des gleichen Emittenten zu reinvestieren. In diesem Fall wäre der betreffende Anteil der Staatschuld nämlich der Finanzierung an den Märkten entzogen und würde von den Wirtschaftsteilnehmern nicht mehr als preis-

<sup>138</sup> Siehe unten Rn. 127 f.

<sup>139</sup> Vorlagebeschluss, Rn. 98.

<sup>140</sup> Hierzu gehören z.B. MarkIT iBoxx und Bloomberg Citi World Government Bond Index.



relevant betrachten werden. Unabhängig davon, dass eine solche Selbstverpflichtung des Eurosystems nicht besteht, würde ihr auch widersprechen, dass davon auszugehen ist, dass Anleihen nur solange gehalten und Tilgungsbeträge nur solange reinvestiert werden, wie dies erforderlich ist, damit sich die Inflationsraten mittelfristig wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern.

**(3) Garantien trotz Erwerbs von Anleihen mit negativer Rendite hinreichend**

115. Die Wirksamkeit der von der EZB eingerichteten Garantien wird auch nicht dadurch beeinträchtigt, dass der PSPP-Beschluss nicht ausgeschlossen hat, Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativer Rendite zu erwerben.
116. Zum einen hätte der Ausschluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativer Rendite durch die Zentralbanken des Eurosystems Marktverzerrungen verursacht. Nicht zuletzt aus diesem Grund verteilen die Zentralbanken des Eurosystems die täglichen Ankäufe an den Sekundärmärkten nach dem Grundsatz der Marktneutralität auf mehrere in Frage kommenden Anleihen und Emittenten eines Mitgliedstaats des Euroraums.<sup>141</sup> Hierzu zählen auch Anleihen des öffentlichen Sektors mit positiver und negativer Rendite.
117. Für dieses Verständnis sind zwei Informationen wesentlich. Erstens ist die Emission von Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativer Rendite nicht auf die Einführung des PSPP zurückzuführen. Die Renditeentwicklung von Anleihen des öffentlichen Sektors ist eingebettet in einen seit vielen Jahren global zu beobachtenden und gesamtwirtschaftlich begründeten Trend fallender Realzinsen.<sup>142</sup> Die EZB hielt es in diesem Umfeld seit Juni 2014 für geldpolitisch notwendig, die Leitzinsen zu senken, insbesondere den Zinssatz der Einlagefazilität auf ein negatives Niveau abzusenken.<sup>143</sup> Zweitens wurde hierdurch marktgerecht begünstigt, dass Anleihen des öffentlichen Sektors negative Renditen aufweisen können. Die seit Juni 2014 ge-

---

<sup>141</sup> Siehe oben Rn. 68.

<sup>142</sup> Der Euroraum ist Teil dieser globalen Entwicklung. Zum Beispiel sind die Renditen kurzlaufender deutscher Bundesanleihen wie den unverzinslichen Bundesschatzanweisungen bereits 2012 negativ gewesen, obwohl zu diesem Zeitpunkt der Leitzins der Einlagefazilität noch bei 0,75 % lag.

<sup>143</sup> Siehe oben Rn. 11.

machten Erfahrungen mit einem negativen Leitzins der Einlagefazilität weisen darauf hin, dass die Märkte nicht grundlegend zwischen Anleihen mit positiven und negativen Renditen unterscheiden. Investoren erwerben Anleihen mit negativer Rendite, weil höherrentierliche Anlagealternativen entweder nicht existieren oder mit Risiken behaftet sind, die diesen Investoren zumindest zeitweilig als zu hoch erscheinen. Es gibt mit anderen Worten einen Marktpreis für Anleihen des öffentlichen Sektors, der eine negative Rendite beinhaltet.

118. Zum anderen ist es nicht notwendig, das Tätigwerden der Zentralbanken des Eurosystems mit zusätzlichen Garantien zu versehen, um den Einfluss auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Eurosystems, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, zu begrenzen. Die Garantien, die sicherstellen, dass der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten nicht die gleiche Wirkung wie der Erwerb an den Primärmärkten hat, sind vielmehr ausreichend, um das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel nicht zu umgehen. Die Zentralbanken des Eurosystems erwerben Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativer Rendite an den Sekundärmärkten und damit gerade nicht unmittelbar von den Mitgliedstaaten des Euroraums. Der Umstand, dass diese Anleihen eine negative Rendite aufweisen, ist eine Reflektion des Marktpreises, zu dem die Zentralbanken des Eurosystems diese Anleihen erwerben.<sup>144</sup>
119. Dieses Verständnis wird nicht dadurch in Frage gestellt, dass bei Anleihen mit negativer Rendite "Verlusteintritte und entsprechende Entlastungseffekte für die Haushalte der Emittenten von vornherein feststehen".<sup>145</sup> Der Gerichtshof hat ausgeführt, dass „eine Zentralbank wie die EZB“ nicht nur berechtigt, sondern sogar „verpflichtet ist, Entscheidungen zu treffen, die, wie Offenmarktgeschäfte, unvermeidlich ein Verlustrisiko für sie mit sich bringen“. <sup>146</sup> Er hat weiter betont, dass selbst ein „erhebliches“ Verlustrisiko „in keiner Weise die Garantien [schwächt], mit denen dieses Pro-

---

<sup>144</sup> Negative Renditen auf angekaufte Anleihen des öffentlichen Sektors führen netto zu einem Zinsaufwand. Der Coupon führt bei periodischer Zahlung zu einem Zinsertrag, während der Preisanteil der Anleihe, der bei Ankauf über pari (Nennwert) lag, als Zinsaufwand über die Restlaufzeit der Anleihe verteilt wird. Da bei negativen Renditen die Wirkung des Preisaufschlags die Wirkung des Coupons übersteigt, kommt es zu einem Netto-Zinsaufwand.

<sup>145</sup> Vorlagebeschluss, Rn. 99.

<sup>146</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 125.



gramm versehen ist, um zu vermeiden, dass den Mitgliedstaaten der Anreiz genommen wird, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen".<sup>147</sup> Nach Auffassung der EZB schließen Offenmarktgeschäfte nach Art. 18 Abs. 1 der Satzung des ESZB und der EZB den marktüblichen Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativen Renditen ein, zumindest aber ein marktneutrales Verhalten der Zentralbanken des Eurosystems und damit auch den Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativen Renditen im Rahmen des PSPP unabhängig von der Verwirklichung eines Verlustrisikos.

120. Dessen ungeachtet sind Verluste, die Zentralbanken des Eurosystems bei der Umsetzung einer geldpolitischen Maßnahme wie des PSPP erleiden (können), nach Auffassung der EZB eine Frage der Verhältnismäßigkeit dieser Maßnahme,<sup>148</sup> nicht aber des Einflusses auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.

**c) Weitergehende Kontrollmöglichkeiten**

121. Der EZB-Rat hat über die dargestellten Garantien hinaus weitergehende Kontrollmöglichkeiten, um sicherzustellen, dass der Einfluss der Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel nicht umgeht.<sup>149</sup> Insbesondere hat der EZB-Rat jederzeit die Möglichkeit, die eingerichteten Garantien zu verstärken, um entweder die Gewissheit der Wirtschaftsteilnehmer und der nationalen Schuldenagenturen auszuschließen oder den Einfluss des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, zusätzlich zu begrenzen.
122. Dies wäre insbesondere erforderlich, wenn der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors, trotz der von der EZB eingerichteten Garantien, Anlass zu der Annahme geben sollte, dass erstens eine Marktpreisbildung verhindert wird, zweitens Anleihen des öffentlichen Sektors gezielt von den nationalen Schuldenagenturen

<sup>147</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 123.

<sup>148</sup> Siehe hierzu unten Rn. 172 ff.

<sup>149</sup> Art. 12 Abs. 1 der Satzung des ESZB und der EZB. Siehe hierzu EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 106.

begeben werden, um nach ihrer Ausgabe durch die Zentralbanken des Eurosystems erworben zu werden, oder drittens den nationalen Parlamenten der Mitgliedstaaten des Euroraums der Anreiz genommen werden würde, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, z.B. die von ihnen verantwortete Neuverschuldung zu hoch werden würde.

123. Diese weitergehenden Kontrollmöglichkeiten des EZB-Rats werden durch Art. 3 Abs. 2 Buchstabe d) des PSPP-Beschlusses für Anleihen ergänzt, die von den Mitgliedstaaten des Euroraums, die an einem Finanzhilfeprogramm teilnehmen, begeben oder in vollem Umfang garantiert werden. Sie werden ferner abgesichert durch die sorgfältige Beobachtung („Monitoring“) insbesondere der Funktionsfähigkeit der Sekundärmärkte (siehe unten (1)), des Emissionsverhaltens der nationalen Schuldenagenturen (siehe unten (2)) und der Haushaltspolitik der nationalen Parlamente der Mitgliedstaaten des Euroraums (siehe unten (3)).

#### **(1) Funktionieren der Sekundärmärkte**

124. Die Generaldirektion Marktoperationen der EZB überwacht im Rahmen der ständigen Marktbeobachtung wichtige Indikatoren für das Funktionieren der Finanzmärkte, wie z.B. Transaktionsvolumina, und informiert das Direktorium der EZB im Rahmen der täglichen und wöchentlichen Marktberichterstattung über etwaige Änderungen dieser Indikatoren. Das Direktorium der EZB berichtet an den EZB-Rat nach Art. 16 der PSPP-Leitlinie regelmäßig, mindestens quartalsweise, über die Umsetzung des PSPP.
125. Danach hat der Ankauf von Anleihen des öffentlichen Sektors durch die Zentralbanken des Eurosystems das Funktionieren der Sekundärmärkte und damit die Bildung eines Marktpreises für Anleihen des öffentlichen Sektors nicht beeinträchtigt. Erstens haben sich die monatlichen Umsatzvolumina seit Einführung des PSPP stabil im Bereich von 6 bis 7 Billionen € gehalten, obwohl die Zentralbanken des Eurosystems inzwischen ca. 18 % des Umlaufvolumens der Anleihen des öffentlichen Sektors halten.<sup>150</sup> Dies bedeutet, dass die monatlichen Umsatzvolumina nicht im Ver-

---

<sup>150</sup> Quelle: EZB-Berechnung auf Basis von Trax-Volume-Daten.



hältnis zu dem von den Zentralbanken des Eurosystems gehaltenem Umlaufvolumen gefallen sind. Hieraus folgt, dass der Markt unabhängig von der Einführung des PSPP aktiv mit den Anleihen des öffentlichen Sektors handelt, was die Bildung eines Marktpreises begünstigt.

126. Zweitens konnten insgesamt gesehen weder Geschäftspartner der Zentralbanken des Eurosystems mit einem Marktanteil von über 10% bei PSPP, gemessen von März bis August 2017 über alle Transaktionen, noch Marktkonzentrationen in den Marktanteilen einzelner Geschäftspartner festgestellt werden. Dies belegt sowohl, dass der Ankauf von Anleihen, die von einem Wirtschaftsteilnehmer an den Primärmärkten erworben werden, durch die Zentralbanken des Eurosystems, nicht mit der Wahrscheinlichkeit von bestenfalls etwa eins zu zwei eintritt, als auch, dass die Wirtschaftsteilnehmer nicht koordiniert handeln, um die Unsicherheit darüber, welcher Wirtschaftsteilnehmer Anleihen an die Zentralbanken des Eurosystems verkaufen kann, zu verringern.

## (2) Emissionsverhalten der nationalen Schuldenagenturen

127. Anders als die Haushaltspolitik der nationalen Parlamente der Mitgliedstaaten des Euroraums, die dem Haushaltszyklus folgt, kann die technische Umsetzung der Neuverschuldung durch die nationalen Schuldenagenturen mit einer höheren Frequenz beobachtet werden. Anleiheauktionen an den Primärmärkten finden fortlaufend statt. Dem EZB-Rat geht wöchentlich ein Bericht zu, in dem die mittleren Restlaufzeiten der für PSPP relevanten Anleihen aufgelistet werden, so dass Änderungen im Emissionsverhalten der nationalen Schuldenagenturen, wie z.B. eine verstärkte Emission von Anleihen im Laufzeitkorridor des PSPP, sofort messbar sind.
128. Danach konnte die EZB im Hinblick auf die Laufzeiten und das Volumen der neu emittierten Anleihen keine Auffälligkeiten feststellen, die auf die Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors durch die Zentralbanken des Eurosystems zurückzuführen sein könnten. Die Verlängerung der Laufzeiten von Anleihen des öffentlichen Sektors hat z.B. nicht nur schon vor der Ankündigung des PSPP eingesetzt.<sup>151</sup> In

---

<sup>151</sup> So hat sich die durchschnittliche Restlaufzeit von Anleihen des öffentlichen Sektors im Euroraum seit dem Jahr 2012 fortlaufend und in mäßigen Schritten erhöht. Nach einem Rückgang von rund 6,4 Jahren auf rund 6,2

den letzten Monaten waren auch trotz des zugelassenen breiten Spektrums von Anleihen mit einer Laufzeit von einem Jahr bis zu 30 Jahren und 364 Tagen Neuemissionen zu beobachten, deren Laufzeiten deutlich darüber hinausgehen.<sup>152</sup> Dies deutet darauf hin, dass Änderungen im Nachfrageumfeld der Anleihemärkte nicht unmittelbar und ausschließlich durch die Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors durch die Zentralbanken des Eurosystems hervorgerufen werden, sondern durch andere Entwicklungen, wie z.B. neue Regeln für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds, die neue Anreize für Emittenten schaffen. Zudem ist das Netto-Emissionsvolumen im Euroraum (d.h. Neuemissionen abzüglich Fälligkeiten) in den Jahren 2015 und 2016 gegenüber dem Jahresende 2014 zurückgegangen.<sup>153</sup>

### (3) Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten des Euroraums

129. Der EZB-Rat führt ein ständiges Monitoring der haushaltspolitischen Entwicklungen in den Mitgliedstaaten des Euroraums durch, das sich auf Analysen von internationalen Organisationen stützt, wie z.B. dem Internationalen Währungsfonds und der Organisation für Wirtschaft, Zusammenarbeit und Entwicklung, aber auch von Fachabteilungen in der EZB und nationalen Zentralbanken des Eurosystems.
130. Wie aus den Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rates hervorgeht, bilden die Schlussfolgerungen aus diesem Monitoring einen festen Bestandteil des Überblicks über das internationale Umfeld sowie die jüngsten wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen im Euroraum, der wiederum die Grundlage für die Diskussionen und geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rates darstellt.<sup>154</sup> Somit existiert ein etabliertes Forum, in dem der EZB-Rat zeitnah und auf Basis umfangreicher Analysen, die in wesentlichen Teilen öffentlich zugänglich

---

Jahre zwischen Ende 2010 und Ende 2012 ist die durchschnittliche Restlaufzeit schrittweise auf rund 6,8 Jahre zum Ende des August 2016 angestiegen.

<sup>152</sup> Belgien, Irland und Österreich haben z.B. Anleihen mit einer Laufzeit von 100 Jahren, Frankreich eine Anleihe mit einer Laufzeit 50 Jahren begeben.

<sup>153</sup> Nach der „Centralised Securities Database“ ist das Netto-Emissionsvolumen von 306,1 Mrd. € im Jahr 2014 auf 279,3 Mrd. € im Jahr 2015 gefallen und betrug im Jahr 2016 für die ersten neun Monate 143,2 Mrd. €. Dies stellt eine Fortsetzung eines stark ausgeprägten Trends dar, der sich seit dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 beobachten lässt, als die öffentlichen Haushaltsdefizite in einigen Mitgliedstaaten des Euroraums ihren Höchststand erreichten.

<sup>154</sup> Siehe hierzu die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rates, in deutscher Übersetzung abrufbar unter [http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Europaeische\\_Zentralbank/EZB\\_Accounts/ezb\\_accounts.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Europaeische_Zentralbank/EZB_Accounts/ezb_accounts.html).



sind,<sup>155</sup> über etwaige Fehlentwicklungen in der Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten des Euroraums informiert und in die Lage versetzt wird, diese in seine geldpolitischen Überlegungen einzubeziehen.<sup>156</sup>

131. Danach hat die EZB bisher keine eindeutigen Fehlanreize des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors im Rahmen des PSPP für die Verfolgung einer zu expansiven Haushaltspolitik oder einer Unterlassung oder Herauszögerung notwendiger Strukturreformen der Wirtschaftspolitik feststellen können, die ein Überdenken der eingerichteten Garantien gerechtfertigt hätten.<sup>157</sup>

## II. Die dritte und vierte Vorlagefrage

132. Die EZB schlägt auch eine Zusammenfassung und Umformulierung der dritten und vierten Vorlagefrage vor (siehe unten 1.), bevor sie diese auf der Grundlage des in der Rechtsprechung des Gerichtshofs entwickelten Prüfungsmaßstabs zu Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB rechtlich würdigt (siehe unten 2. und 3.).

### 1. Zusammenfassung und Umformulierung der Vorlagefragen

133. Nach Auffassung der EZB sind die dritte und vierte Vorlagefrage dahingehend zusammenzufassen und umzuformulieren, dass das vorlegende Gericht im Wesentlichen wissen möchte, ob der PSPP-Beschluss mit Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB vereinbar ist. Soweit das vorlegende Gericht mit seiner vierten Vorlagefrage wissen möchte, ob

---

<sup>155</sup> Die EZB Wirtschaftsberichte (Economic Bulletins) enthalten vierteljährlich ein eigenes Kapitel zur Entwicklung der Öffentlichen Finanzen, häufig ergänzt durch Fachartikel zu speziellen fiskalpolitischen Themen, wie z.B. der Umsetzung der Fiskalregeln im Euroraum; in deutscher Übersetzung abrufbar unter [http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Europaeische\\_Zentralbank/EZB\\_Wirtschaftsberichte/ezb\\_wirtschaftsberichte.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Europaeische_Zentralbank/EZB_Wirtschaftsberichte/ezb_wirtschaftsberichte.html). Zudem enthalten die EZB-Projektionen für das Euro-Währungsgebiet ein Kapitel zu den öffentlichen Haushaltsaussichten, welches eine zukunftsbezogene Einschätzung zu wichtigen fiskalpolitischen Größen liefert; abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

<sup>156</sup> Ergänzt wird dieses EZB-interne Monitoring durch die Teilnahme von Vertretern der EZB in EU Foren mit wirtschaftspolitischer Ausrichtung, z.B. in Form der Teilnahme des Präsidenten der EZB an den Sitzungen der Eurogruppe, der Teilnahme des Vizepräsidenten an den Sitzungen des ECOFIN Rates, sowie der Teilnahme von Fachpersonal der EZB in den Ausschüssen, die diese Sitzungen vorbereiten. Hierdurch erhält die EZB in Echtzeit weitere direkte Einblicke in die Entwicklung der Finanzpolitik im Euroraum, einschließlich der Umsetzung der Fiskalregeln auf europäischer und nationaler Ebene.

<sup>157</sup> Siehe auch oben Rn. 33 f.

der PSPP-Beschluss „jedenfalls deswegen“ nicht mit den zitierten Vorschriften vereinbar ist, „weil sein Volumen und sein mehr als zwei Jahre dauernder Vollzug und die sich hieraus ergebenden Auswirkungen zu einer veränderten Betrachtung der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit des PSPP Anlass geben“, wird dies vom Gerichtshof bereits im Rahmen der dritten Vorlagefrage beantwortet.

**2. Der Prüfungsmaßstab aus Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB**

134. Der sich aus Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB ergebende Prüfungsmaßstab ist in der Rechtsprechung des Gerichtshofs hinreichend geklärt.
135. *Erstens* fällt eine Maßnahme der EZB unter die Kompetenz des Eurosystems nach Art. 127(2) AEUV, „die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen“, wenn zwei Voraussetzungen erfüllt sind. Zum einen kommt es „hauptsächlich“ darauf an, dass die Maßnahme ein geldpolitisches Ziel verfolgt.<sup>158</sup> Der Gerichtshof hat festgestellt, dass dies bereits der Fall ist, wenn eine Maßnahme auf ein Ziel (wie die Einheitlichkeit der Geldpolitik oder die Sicherstellung einer ordnungsgemäßen Transmission der Geldpolitik) abstellt, das zu dem vorrangigen geldpolitischen Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität nach Art. 127(1) und Art. 282(2) AEUV beiträgt.<sup>159</sup> Zum anderen ist „ebenfalls erheblich“, dass die Maßnahme geldpolitische Mittel nach Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB einsetzt.<sup>160</sup>
136. Verfolgt eine Maßnahme der EZB ein geldpolitisches Ziel, sind „mittelbare Auswirkungen“ auf die Wirtschaftspolitik in der Union, d.h. auf die von den Mitgliedstaaten verfolgte Wirtschaftspolitik, nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs nicht geeignet, die geldpolitische Natur dieser Maßnahme in Frage zu stellen.<sup>161</sup> Da geldpolitische Maßnahmen der EZB die Wirtschaft nicht nur beeinflussen dürfen, sondern auch müssen,<sup>162</sup> haben Maßnahmen der EZB, die ein geldpolitisches Ziel verfolgen,

<sup>158</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 46.

<sup>159</sup> EuGH, C-370/12, Pringle, Urteil vom 27. November 2012, EU:C:2012:756, Rn. 53 und 55; EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 46 und 49.

<sup>160</sup> EuGH, C-370/12, Pringle, Urteil vom 27. November 2012, EU:C:2012:756, Rn. 53 und 55; EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 46.

<sup>161</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 52 und 59.

<sup>162</sup> Siehe zu den Finanzierungsbedingungen oben Rn. 53 f.



zwingend Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik. Der Gerichtshof hat ausgeführt, dass die Fähigkeit des Eurosystems, „durch seine geldpolitischen Entscheidungen die Preisentwicklung zu beeinflussen, [...] in weitem Umfang von der Übertragung der Impulse [abhängt], die es auf dem Geldmarkt an die verschiedenen Wirtschaftssektoren aussendet“.<sup>163</sup> Die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die Wirtschaftspolitik sind mittelbar, weil sie ein geldpolitisches und kein wirtschaftspolitisches Ziel verfolgen.<sup>164</sup>

137. *Zweitens* verlangt Art. 119 Abs. 2 und Art. 127 Abs. 1 AEUV i.V.m. Art. 5 Abs. 4 AEUV, dass eine geldpolitische Maßnahme verhältnismäßig sein muss. Nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs verlangt der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, dass eine Maßnahme der EZB erstens zur Erreichung der mit ihr verfolgten legitimen Ziele geeignet ist und zweitens nicht über die Grenzen dessen hinausgeht, was zur Erreichung dieser Ziele erforderlich ist<sup>165</sup> sowie „die verschiedenen beteiligten Interessen [drittens] in der Weise gegeneinander abgewogen [werden], dass tatsächlich vermieden wird, dass sich [...] Nachteile ergeben, die offensichtlich außer Verhältnis zu diesen Zielen stehen“<sup>166</sup>.
138. Um diesen Anforderungen gerecht zu werden, kann die EZB – ähnlich wie im Rahmen von Art. 123 AEUV<sup>167</sup> – Garantien einrichten, die sicherstellen, dass die Maßnahme nicht über die Grenzen dessen hinausgeht, was zur Erreichung der geldpolitischen Ziele erforderlich ist, oder vermeidet, dass sich Nachteile ergeben, die offensichtlich außer Verhältnis zu diesen Zielen stehen. Der Gerichtshof hat z.B. anerkannt, dass „das potenzielle Ausmaß“ einer geldpolitischen Maßnahme „in mehrfacher Weise beschränkt“ werden kann.<sup>168</sup>
139. Was die gerichtliche Überprüfung der Einhaltung dieser Anforderungen betrifft, hat der Gerichtshof der EZB ausdrücklich ein „weites Ermessen“ unter Hinweis darauf

<sup>163</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 50.

<sup>164</sup> Siehe EuGH, C-370/12, Pringle, Urteil vom 27. November 2012, EU:C:2012:756, Rn. 56 ff. für den engen Zusammenhang zwischen dem Ziel, dass mit einer Maßnahme verfolgt wird, und der Mittelbarkeit der Auswirkungen auf Politikbereiche, die nicht von diesem Ziel erfasst sind.

<sup>165</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 67.

<sup>166</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 91.

<sup>167</sup> Siehe oben Rn. 56.

<sup>168</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 85.

eingeräumt, dass sie Entscheidungen technischer Natur treffen und komplexe Prognosen und Beurteilungen vornehmen muss.<sup>169</sup> Um den Betroffenen die Gründe für die getroffene Maßnahme mitzuteilen und die gerichtliche Nachprüfung der Einhaltung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit zu ermöglichen, ist die EZB jedoch verpflichtet, „sorgfältig und unparteiisch alle relevanten Gesichtspunkte des Einzelfalls zu überprüfen und ihre Entscheidungen hinreichend zu begründen“.<sup>170</sup> Dabei ist die Beachtung der Begründungspflicht nach Art. 296 Abs. 2 AEUV nicht nur anhand des Wortlauts ihrer Entscheidungen zu beurteilen, „sondern auch anhand [ihres] Kontexts und sämtlicher Rechtsvorschriften, die das betreffende Gebiet regeln“.<sup>171</sup> Es ist außerdem ausreichend, wenn sich die Begründung auf die „wesentlichen Elemente“ erstreckt.<sup>172</sup>

### **3. Vereinbarkeit des PSPP-Beschlusses mit Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB**

140. Nach Auffassung der EZB ist der PSPP-Beschluss auf der Grundlage dieses Prüfungsmaßstabs mit Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie Art. 17 bis 24 der Satzung des ESZB und der EZB vereinbar. Der PSPP-Beschluss fällt unter die geldpolitische Kompetenz des Eurosystems (siehe unten a)) und ist verhältnismäßig (siehe unten b)), insbesondere ausreichend begründet (siehe unten c)).

#### **a) Geldpolitische Natur des PSPP-Beschlusses**

141. Der PSPP-Beschluss fällt unter die Kompetenz des Eurosystems nach Art. 127 Abs. 2 AEUV, „die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen“.

##### **(1) Geldpolitisches Ziel**

142. Der PSPP-Beschluss verfolgt ein geldpolitisches Ziel, da er „[i]n einem Umfeld, in dem die Leitzinsen der EZB ihre Untergrenze erreicht haben“ beabsichtigt, „eine weitere Lockerung der monetären und finanziellen Bedingungen“ zu bewirken, um dazu beizutragen, „dass die Inflationsraten sich mittelfristig wieder einem Niveau

<sup>169</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 68.

<sup>170</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 69.

<sup>171</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 70.

<sup>172</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 71.



von unter, aber nahe 2 % annähern“.<sup>173</sup> Dadurch trägt der PSPP-Beschluss zu dem vorrangigen geldpolitischen Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität nach Art. 127(1) und Art. 282(2) AEUV bei.

## (2) Geldpolitische Mittel

143. Der PSPP-Beschluss setzt geldpolitische Mittel ein, nämlich Offenmarktgeschäfte nach Art. 18 Abs. 1 der Satzung des ESZB und der EZB, die Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten, wie sie in Art. 3 des PSPP-Beschlusses aufgeführt sind, durch die Zentralbanken des Eurosystems umfassen.

## (3) Mittelbare Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik in der Union

144. Die Auswirkungen des PSPP-Beschlusses auf die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, d.h. die von den Mitgliedstaaten verfolgte Wirtschaftspolitik, sind mittelbar. Wie oben ausgeführt,<sup>174</sup> sieht der PSPP-Beschluss den Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten durch die Zentralbanken des Eurosystems entsprechend seiner geldpolitischen Zielsetzung nur in dem Umfang vor, der erforderlich ist, damit sich die Inflationsraten, entsprechend dem vorrangigen Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, mittelfristig wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern.

145. Dementsprechend erinnert der Präsident der EZB „andere Politikbereiche“ am Ende der einleitenden Bemerkungen zur Pressekonferenz regelmäßig an ihre Verantwortung im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion. In den einleitenden Bemerkungen zur Pressekonferenz am 22. Januar 2015, in der das APP angekündigt worden war, hat der Präsident der EZB z.B. hervorgehoben:

„Die Geldpolitik konzentriert sich auf die Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht, und ihr akkommodierender Kurs trägt dazu bei, die Konjunktur zu stützen. Zur Stärkung der Investitionstätigkeit, der Schaffung neuer Arbeitsplätze und des Produktivitätswachstums bedarf es jedoch eines entscheidenden Beitrags anderer Politikbereiche. Insbesondere müssen die entschlossene Umsetzung von Güter- und Arbeitsmarktreformen sowie die Bemühungen zur Verbesserung des Geschäftsumfelds für Unternehmen in einigen Län-

<sup>173</sup> Erwägungsgrund (4) des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).

<sup>174</sup> Siehe oben Rn. 94.

dern intensiviert werden. Eine rasche, glaubwürdige und effektive Durchführung von Strukturreformen ist von entscheidender Bedeutung, da dies nicht nur in Zukunft das nachhaltige Wachstum im Euroraum steigern wird, sondern auch die Erwartung höherer Einkommen wecken, die Unternehmen schon jetzt zu verstärkten Investitionen veranlassen und die konjunkturelle Erholung vorantreiben wird. Die Finanzpolitik sollte die wirtschaftliche Erholung stützen und dabei die Tragfähigkeit der Verschuldung im Einklang mit den Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts gewährleisten, der weiterhin als Anker des Vertrauens fungiert. Alle Länder sollten den verfügbaren Spielraum nutzen, um die finanzpolitischen Maßnahmen wachstumsfreundlicher auszugestalten.“<sup>175</sup>

146. Die Mittelbarkeit der Auswirkungen des PSPP-Beschlusses auf die von den Mitgliedstaaten verfolgte Wirtschaftspolitik wird weder durch das Volumen des APP noch dadurch in Frage gestellt, dass der PSPP-Beschluss – wie von den Beschwerdeführern der Ausgangsverfahren behauptet – die wirtschaftliche Situation der Geschäftsbanken durch den Ankauf von „risikobehafteten Anleihen von Mitgliedstaaten in großem Umfang“ erheblich verbessert und dadurch ihre Profitabilität erhöht habe.<sup>176</sup>
147. Die EZB erinnert zunächst, dass der Gerichtshof anerkannt hat, dass das Volumen keine ausschlaggebende Rolle für die Frage der mittelbaren Auswirkungen einer geldpolitischen Maßnahme auf die von den Mitgliedstaaten verfolgte Wirtschaftspolitik spielt, sondern eine Frage ihrer Verhältnismäßigkeit ist.<sup>177</sup> Die EZB bestreitet ferner, dass der PSPP-Beschluss die wirtschaftliche Situation der Geschäftsbanken erheblich verbessert habe. Es ist bereits aus theoretischer Sicht fraglich, ob Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors die Profitabilität der Geschäftsbanken positiv

---

<sup>175</sup> Siehe die einleitenden Bemerkungen vom 22. Januar 2015 (Anhang 2b). In seiner Anhörung vor dem Europäischen Parlament am 28. November 2016 hat der Präsident der EZB außerdem Bedenken gegenüber Vorschlägen geäußert, die Haushaltspolitik im Euroraum zur Konjunkturbelebung insgesamt zu lockern (siehe die Mitteilung der Europäischen Kommission, „Towards a positive fiscal stance for the euro area“; abrufbar unter [https://ec.europa.eu/epsc/sites/epsc/files/strategic\\_note\\_issue\\_20.pdf](https://ec.europa.eu/epsc/sites/epsc/files/strategic_note_issue_20.pdf)). Er hat den Standpunkt vertreten, dass stattdessen ein neutraler fiskalischer Kurs besser geeignet sei, eine angemessenen Balance zwischen der Konjunkturbelebung und dem Erfordernis, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen, zu schaffen (abrufbar unter [http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161128\\_1\\_Transcript\\_and\\_QandA.en.pdf?a3cfb1ef2628076b85170d60ff935127](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161128_1_Transcript_and_QandA.en.pdf?a3cfb1ef2628076b85170d60ff935127) (Anhang 31), S. 13. Dieser Position hat sich auch die Eurogruppe in ihrer darauffolgenden Sitzung vom 5. Dezember 2016 angeschlossen (abrufbar unter <http://www.consilium.europa.eu/en/meetings/eurogroup/2016/12/05/>).

<sup>176</sup> Vorlagebeschluss, Rn. 120.

<sup>177</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 85. Siehe zur Berücksichtigung des Volumens im Rahmen der Verhältnismäßigkeit unten Rn. 174 und 178 ff.



beeinflussen.<sup>178</sup> Darüber hinaus deuten im Rahmen ihres Monitoring erstellte empirische Analysen der EZB darauf hin, dass sich die zu erwartenden Auswirkungen des gesamten Pakets an geldpolitischen Maßnahmen, d.h. negativer Zinssatz der Einlagefazilität, TLTROs und APP, auf die Profitabilität der Geschäftsbanken insgesamt weitgehend ausgeglichen haben.<sup>179</sup>

148. Wesentlich ist vielmehr sowohl im Hinblick auf das Volumen des APP als auch die wirtschaftliche Situation der Geschäftsbanken, dass die Zentralbanken des Eurosystems den PSPP-Beschluss unabhängig von der von den Mitgliedstaaten verfolgten Wirtschaftspolitik durchführen.

#### **b) Verhältnismäßigkeit des PSPP-Beschlusses**

149. Der PSPP-Beschluss ist nach Art. 119 Abs. 2 und Art. 127 Abs. 1 AEUV i.V.m. Art. 5 Abs. 4 AEUV verhältnismäßig.
150. Während die Geeignetheit und Erforderlichkeit des PSPP-Beschlusses im Zusammenhang mit dem Paket an geldpolitischen Maßnahmen beurteilt werden muss, das getroffen wurde, damit sich die Inflationsraten, entsprechend dem vorrangigen Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, mittelfristig wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern (siehe unten (1) und (2)), ist seine Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne – ebenso wie seine Vereinbarkeit mit Art. 123 AEUV – in erster Linie eine Frage der Gestaltung des PSPP, insbesondere der von der EZB eingerichteten Garantien (siehe unten (3)).

<sup>178</sup> Sie führen zwar regelmäßig zu Wertsteigerungen in den Anleiheportfolios der Geschäftsbanken und verbessern zudem die gesamtwirtschaftliche Lage, was wiederum die Kreditnachfrage steigert (und somit Gewinnpotentiale für Geschäftsbanken schafft) und die Risiken aus existierenden Krediten, z.B. an private Unternehmen, verringert (weil sich die Unternehmen besseren Einnahmepotentialen gegenübersehen). Diese positiven Einflüsse werden jedoch durch eine Verringerung der Nettozinsspanne der Geschäftsbanken aus der Fristentransformation konterkariert (also der Differenz zwischen dem Zins zu dem sie sich, typischerweise mit kurzer Laufzeit, Geld leihen und dem Zins zu dem sie Geld, typischerweise mit längerer Laufzeit, verleihen).

<sup>179</sup> Siehe Finanzstabilitätsbericht der EZB vom November 2016, abrufbar unter [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201611\\_en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201611_en.pdf) (Anhang 32), S. 69 ff. (Kasten 4, insbesondere Abbildung D). Dieser Bericht aggregiert zwar die Auswirkungen des gesamten Pakets an geldpolitischen Maßnahmen, aber die gleiche Schlussfolgerung lässt sich auch aus internen Analysen der EZB ziehen, die die Auswirkungen des APP auf Geschäftsbanken isolieren.

151. Ferner hat die EZB die tatsächlichen Auswirkungen des PSPP-Beschlusses auf die Verhältnismäßigkeit fortlaufend beobachtet, ohne dass die Ergebnisse dieser Beobachtung eine Anpassung der Geldpolitik erforderlich gemacht hätten (siehe unten (4)).

**(1) Geeignetheit des PSPP-Beschlusses**

152. Als Teil des Pakets an geldpolitischen Maßnahmen, das die EZB getroffen hat, ist der PSPP-Beschluss geeignet, dazu beizutragen, dass sich die Inflationsraten, entsprechend dem vorrangigen Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, mittelfristig wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern. Dies wird über die Erwägungsgründe des Beschlusses (EU) 2015/774 hinaus insbesondere in der Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 21. und 22. Januar 2015, auf der die Ankündigung des APP, einschließlich des PSPP, beruht, grundsätzlich ausgeführt.<sup>180</sup> Es wird aber auch in den Zusammenfassungen der nachfolgenden geldpolitischen Sitzungen, in denen Anpassungen des PSPP vorgenommen wurden, näher begründet.<sup>181</sup>

153. Ankäufe von Vermögenswerten, einschließlich von Anleihen des öffentlichen Sektors, tragen in einem Umfeld, in dem die Leitzinsen der EZB nach damaliger Einschätzung eine Untergrenze erreicht haben, zu einer Belebung der Konjunktur bei. Insbesondere bewirken sie eine weitere Lockerung der monetären und finanziellen Bedingungen, so dass Unternehmen und private Haushalte günstiger Finanzmittel aufnehmen können. Dies stützt tendenziell die Investitionen und den Konsum, was

<sup>180</sup> Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung vom 21. und 22. Januar 2015 (Anhang 2c). Siehe auch die einleitende Bemerkungen vom 22. Januar 2015 (Anhang 2b).

<sup>181</sup> Siehe die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen des Rates der Europäischen Zentralbank vom 2. und 3. September 2015, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Accounts/2015\\_10\\_08\\_account.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Accounts/2015_10_08_account.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 3c); vom 2. und 3. Dezember 2015, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Accounts/2015\\_12\\_02\\_account.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Accounts/2015_12_02_account.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 4c), vom 9. und 10. März 2016, abrufbar unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Accounts/2016\\_04\\_07\\_account.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Accounts/2016_04_07_account.pdf?blob=publicationFile) (Anhang 5c); vom 7. und 8. Dezember 2016 (Anhang 6c). Siehe auch die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in den Pressekonferenzen vom 3. September 2015 (Anhang 3b), vom 3. Dezember 2015 (Anhang 4b), vom 10. März 2016 (Anhang 5b) und vom 8. Dezember 2016, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is161208.de.html> (Anhang 6b).



letztendlich dazu beiträgt, dass die Inflationsraten sich mittelfristig wieder einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern.<sup>182</sup>

154. Wie oben erläutert,<sup>183</sup> ist der PSPP-Beschluss insbesondere geeignet, das mit ihm verfolgte Ziel über die folgenden Einflusskanäle zu erreichen: Erstens signalisiert das PSPP die Bereitschaft der EZB, disinflationären Tendenzen entgegenzutreten, und untermauert hierdurch die Glaubwürdigkeit der Kommunikation über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen („Signalkanal“). Zweitens verringert es die von den Marktteilnehmern geforderten Terminprämien, die mit der Übernahme von Zinsänderungsrisiken verbunden sind („Durationskanal“). Drittens schafft die durch die Angebotsverknappung herbeigeführte Verringerung der Renditen auf Anleihen des öffentlichen Sektors einen Anreiz für private Investoren, ihre Portfolios in andere Marktsegmente umzuschichten („Portfolioumschichtungskanal“), z.B. durch den Kauf von Unternehmensanleihen oder, im Falle von Banken, durch eine verstärkte Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen.

## (2) Erforderlichkeit des PSPP-Beschlusses

155. Der PSPP-Beschluss geht auch nicht über die Grenzen dessen hinaus, was zur Erreichung des mit ihm verfolgten Ziels erforderlich ist. Dies wird über die Erwägungsgründe des Beschlusses (EU) 2015/774 hinaus insbesondere in der Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 21. und 22. Januar 2015, auf der die Ankündigung des APP, einschließlich des PSPP, beruht, grundsätzlich ausgeführt.<sup>184</sup> Es wird aber auch in den Zusammenfassungen der nachfolgenden Sitzungen, in denen Anpassungen des APP, einschließlich des PSPP, vorgenommen wurden, näher begründet.<sup>185</sup>

---

<sup>182</sup> Erwägungsgrund (4) des Beschlusses (EU) 2015/774 (**Anhang 2a**). Siehe auch die einleitenden Bemerkungen vom 22. Januar 2015 (**Anhang 2b**) und die Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung vom 21. und 22. Januar 2015 (**Anhang 2c**).

<sup>183</sup> Siehe oben Rn. 17.

<sup>184</sup> Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung vom 21. und 22. Januar 2015 (**Anhang 2c**). Siehe auch die einleitenden Bemerkungen vom 22. Januar 2015 (**Anhang 2b**).

<sup>185</sup> Siehe die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen vom 2. und 3. September 2015 (**Anhang 3c**); vom 2. und 3. Dezember 2015 (**Anhang 4c**); vom 9. und 10. März 2016 (**Anhang 5c**) und vom 7. und 8. Dezember 2016 (**Anhang 6c**). Siehe auch die einleitenden Bemerkungen vom 3. September 2015 (**Anhang 3b**), vom 3. Dezember 2015 (**Anhang 4b**), vom 10. März 2016 (**Anhang 5b**) und vom 8. Dezember 2016 (**Anhang 6b**).

*(a) Erforderlichkeit des PSPP*

156. Wie oben erläutert,<sup>186</sup> war der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten angesichts der gesamtwirtschaftlichen Lage im Januar 2015 erforderlich, um die Inflationslücke zu schließen.
157. Da der Handlungsspielraum bei allen anderen geldpolitischen Maßnahmen ausgeschöpft war, standen der EZB im Januar 2015 keine alternativen mildereren und gleichermaßen wirksamen Maßnahmen wie der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten zur Verfügung. Erstens hatten die Leitzinsen bereits eine Untergrenze erreicht. Zweitens wäre eine Ausweitung der TLTROs zum damaligen Zeitpunkt nicht geeignet gewesen, dem Abwärtsdruck auf die Inflation wirksam entgegenzuwirken. Drittens war die Marktgröße der „auf Vermögenswerte des privaten Sektors fokussierten Ankaufprogramme“ begrenzt. Sie hatten zwar „messbare, aber unzureichende Wirkung gezeigt“. Die einzige Wertpapierklasse, die aufgrund ihres bereits vorhandenen Marktvolumens geeignet war, das für das Schließen der Inflationslücke zusätzlich erforderliche Kaufvolumen bereitzustellen, waren Anleihen des öffentlichen Sektors.<sup>187</sup>
158. Um die Erforderlichkeit des Erwerbs von Anleihen des öffentlichen Sektors innerhalb des APP zu wahren, werden Anleihen des öffentlichen Sektors nach Art. 2 Abs. 2 der PSPP-Leitlinie von den Zentralbanken des Eurosystems an den Sekundärmärkten nur insoweit erworben, als sich das monatliche Kaufvolumen nicht über die anderen Unterprogramme des APP, d.h. das CBPP3, das ABSPP und das CSPP, abgedeckt werden kann.

*(b) Erforderlichkeit der Verlängerungen und Anpassungen des PSPP*

159. Auch die nach Januar 2015 erfolgten Verlängerungen und Anpassungen des PSPP, die sich im PSPP-Beschluss widerspiegeln oder in seinem Zusammenhang zu sehen sind, gehen nicht über die Grenzen dessen hinaus, was zur Erreichung des mit ihm verfolgten Ziels erforderlich ist.

---

<sup>186</sup> Siehe oben Rn. 18 ff.

<sup>187</sup> Erwägungsgrund (4) des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).



160. Erstens hat die EZB fortlaufend betont, dass das APP, einschließlich des PSPP, temporärer Natur ist, d.h. dass der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten in jedem Fall nur so lange erfolgen soll, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang steht mit seinem Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.<sup>188</sup> Wie oben ausgeführt,<sup>189</sup> hängen Verlängerungen des Zeithorizonts des APP sowie Erhöhungen und Verringerungen des monatlichen Kaufvolumens des APP von 60 auf 80 Mrd. € bzw. von 80 auf 60 Mrd. € davon ab, ob und inwieweit die nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung angesichts negativer oder positiver Entwicklungen der gesamtwirtschaftlichen Lage eine weitere Unterstützung durch den Erwerb von Vermögenswerten, einschließlich Anleihen des öffentlichen Sektors, erforderlich macht.

161. Zweitens sind Anpassungen des Beschlusses (EU) 2015/774 in seiner ursprünglichen Fassung auf ein vorsichtiges, die Erforderlichkeit des PSPP währendes Vorgehen der EZB zurückzuführen. Nicht nur ist der Beschluss (EU) 2015/774 in seiner ursprünglichen Fassung angesichts späterer Entwicklungen der gesamtwirtschaftlichen Lage keine alternativ mildere und gleichermaßen wirksame Maßnahme wie in seiner gegenwärtigen und streitgegenständlichen Fassung, um die Inflationslücke zu schließen. So musste z.B. der Kreis der zugelassenen Emittenten auf regionale und lokale Gebietskörperschaften<sup>190</sup> oder der Laufzeitenbereich<sup>191</sup> erweitert werden, um Marktverzerrungen angesichts des zusätzlichen Kaufvolumens vorzubeugen, dass sich durch die Verlängerung des Zeithorizonts des APP ergab. Schließlich zeigt die Ankündigung und Umsetzung des CSPP, dass die Verlängerungen des Zeithorizonts und die Erhöhungen des monatlichen Kaufvolumens des APP nicht zwingend und ausschließlich mit einer Anpassung des PSPP einhergingen, sondern

---

<sup>188</sup> Erwägungsgrund (7) des Beschlusses (EU) 2015/774 (**Anhang 2a**); Erwägungsgrund (3) des Beschlusses (EU) 2015/2464 (**Anhang 4a**); Erwägungsgrund (4) des Beschlusses (EU) 2017/100 (**Anhang 6a**). Siehe auch die einleitenden Bemerkungen vom 22. Januar 2015 (**Anhang 2b**), vom 3. Dezember 2015 (**Anhang 4b**) und vom 8. Dezember 2016 (**Anhang 6b**).

<sup>189</sup> Siehe oben Rn. 29 f., Rn. 36 i.V.m. Rn. 39, Rn. 41 und Rn. 43 f.

<sup>190</sup> Erwägungsgrund (4) und Art. 1 Abs. 1 des Beschlusses (EU) 2015/2464 (**Anhang 4a**); Art. 3 Abs. 1 des PSPP-Beschlusses.

<sup>191</sup> Erwägungsgrund (6) und Art. 1 Abs. 1 des Beschlusses (EU) 2017/100 (**Anhang 6a**); Art. 3 Abs. 3 des PSPP-Beschlusses.

dass die EZB, soweit möglich, auch auf den Ankauf von Anleihen des privaten Sektors ausgewichen ist.

162. Auch wurden einzelne Anpassungen des PSPP erst nach einer Testphase vorgenommen, in der die Auswirkungen bestimmter Modalitäten des PSPP auf die Sekundärmärkte beobachtet wurden. So lassen sich die Obergrenzen, die erforderlich sind, um „das reibungslose Funktionieren der Märkte“<sup>192</sup>, d.h. die Bildung eines Marktpreises, zu gewährleisten, nicht exakt ermitteln. Aus diesem Grund hat die EZB zunächst eine vergleichsweise niedrige Obergrenze pro Emission von 25 % für die ersten sechs Ankaufmonate vorgesehen,<sup>193</sup> um die Entstehung einer Sperrminorität zu verhindern. Nach einer Überprüfung wurde diese Obergrenze pro Emission auf grundsätzlich 33 % erhöht; der Erwerb von Emissionen, bei denen es bereits bei unter 33 % zu einer Sperrminorität kommt, ist jedoch weiterhin auf 25 % begrenzt.<sup>194</sup> Die spätere Erhöhung der Obergrenze pro Emission von 33 % auf 50 % für Anleihen, die von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken begeben werden, und der Obergrenze pro Emittent für Emittenten, die eine internationale Organisation oder multilaterale Entwicklungsbank sind, erfolgte „in Anbetracht des geringen Risikos geordnete Umschuldungsverfahren zu behindern“ und des Umstands, dass der Einfluss des Erwerbs auf den Anreiz der Mitgliedstaaten, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, allenfalls mittelbar vorhanden ist.<sup>195</sup>

163. Ferner wurde zunächst nur der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors mit einer höheren Rendite als dem negativen Zinssatz der Einlagefazilität zugelassen aufgrund der fehlenden Erfahrungswerte zum Umgang mit negativen Zinssätzen.<sup>196</sup> Erst nach einer Neubewertung auf der Grundlage gesammelter Erfahrungen wurde der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativer Rendite unter dem

<sup>192</sup> Erwägungsgrund (5) des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).

<sup>193</sup> Art. 5 Abs. 1 Satz 2 des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).

<sup>194</sup> Erwägungsgrund (1) und Art. 1 Abs. 4 des Beschlusses (EU) 2015/2464 (Anhang 4a).

<sup>195</sup> Erwägungsgrund (4) des Beschlusses (EU) 2016/702 (Anhang 5a) und Art. 5 Abs. 1 Buchstabe a) und Abs. 2 Buchstabe a) des PSPP-Beschlusses.

<sup>196</sup> Art. 3 Abs. 5 des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).



Zinssatz der Einlagefazilität „im erforderlichen Umfang“ zugelassen.<sup>197</sup> Weder unterscheiden die Märkte grundlegend zwischen Anleihen mit positiven und negativen Renditen<sup>198</sup> noch haben alle Wirtschaftsteilnehmer Zugang zur Einlagefazilität, so dass sich ein Marktsegment von Anleihen herausgebildet hat, deren Renditen unter dem Zinssatz der Einlagefazilität handeln, obwohl dieser ansonsten die Untergrenze des geldpolitischen Zinskorridors darstellt.

### (3) Verhältnismäßigkeit im engeren Sinn des PSPP-Beschlusses

164. Der PSPP-Beschluss hat schließlich die verschiedenen beteiligten Interessen in der Weise gegeneinander abgewogen, dass tatsächlich vermieden wird, dass sich Nachteile ergeben, die offensichtlich außer Verhältnis zu diesen Zielen stehen.
165. Wie sich aus den Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats, insbesondere der Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 21. und 22. Januar 2015, ergibt, hat der EZB-Rat jeweils auf der Grundlage einer umfassenden Darstellung sämtlicher geldpolitischer Erwägungen und Handlungsoptionen durch ein Mitglied des Direktoriums der EZB eine umfassende wirtschaftliche und monetäre Analyse<sup>199</sup> vorgenommen.<sup>200</sup> Auf dieser Basis hat er sämtliche Argumente für und gegen die Einführung, Verlängerung und Anpassung des APP umfassend – und zum Teil kontrovers – abgewogen. Diese Abwägung beinhaltete auch Vor- und Nachteile des PSPP.
166. Aufgrund der besonderen Bedeutung und Komplexität des PSPP hat sich der EZB-Rat in allen geldpolitischen Sitzungen mit dem PSPP befasst, d.h. auch in solchen

<sup>197</sup> Art. 1 Abs. 2 des Beschlusses (EU) 2017/100 (**Anhang 6a**); Art. 3 Abs. 5 des PSPP-Beschlusses.

<sup>198</sup> Siehe oben Rn. 117.

<sup>199</sup> Die Zusammenfassung der wirtschaftlichen und monetären Analyse ist in der einleitenden Stellungnahme des Präsidenten in der auf jede geldpolitische Sitzung folgenden Pressekonferenz, die Einzelheiten in den Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen enthalten. Siehe zur wirtschaftlichen und monetären Analyse die Zusammenfassungen auf der Website der EZB, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/index.en.html> und <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/monan/html/index.en.html>.

<sup>200</sup> Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung vom 21. und 22. Januar 2015 (**Anhang 2c**). Siehe auch die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen vom 2. und 3. September 2015 (**Anhang 3c**); vom 2. und 3. Dezember 2015 (**Anhang 4c**); vom 9. und 10. März 2016 (**Anhang 5c**) und vom 7. und 8. Dezember 2016 (**Anhang 6c**). Siehe auch die einleitenden Bemerkungen vom 3. September 2015 (**Anhang 3b**), vom 3. Dezember 2015 (**Anhang 4b**), vom 10. März 2016 (**Anhang 5b**) und vom 8. Dezember 2016 (**Anhang 6b**).

geldpolitischen Sitzungen, in denen die Einführung, Verlängerung oder Anpassung des PSPP nicht auf der Tagesordnung stand.

167. Insbesondere hat die EZB Garantien eingerichtet, die Ausdruck der Abwägung der beteiligten Interessen sind und sicherstellen, dass keine unangemessenen Nachteile bei der Durchführung des PSPP-Beschlusses entstehen. Dies gilt sowohl für das Funktionieren der Sekundärmärkte (siehe unten (a)) als auch die Mitgliedstaaten des Euroraums (siehe unten (b)) sowie die Zentralbanken des Eurosystems (siehe unten (c)).

*(a) Keine unangemessenen Nachteile für das Funktionieren der Sekundärmärkte*

168. Wie oben dargelegt,<sup>201</sup> hat der Gerichtshof festgestellt, dass der Erwerb von Anleihen des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten durch die Zentralbanken des Eurosystems geeignet ist, „einen gewissen Einfluss auf die Funktionsweise des Primärmarkts und der Sekundärmärkte für Staatsanleihen auszuüben“.<sup>202</sup> Wie oben ebenfalls ausgeführt,<sup>203</sup> hat die EZB Garantien eingerichtet, die sicherstellen, dass sich ein Marktpreis für Anleihen des öffentlichen Sektors gebildet hat, bevor sie von den Zentralbanken des Eurosystems an den Sekundärmärkten angekauft werden. Diese Garantien stellen umfassend sicher, dass keine unangemessenen Nachteile für das Funktionieren der Sekundärmärkte entstehen.

169. Der Grundsatz der Marktneutralität ist hervorzuheben, weil er sich wie ein roter Faden durch die von der EZB eingerichteten Garantien zieht. Nach Auffassung der EZB ist er nicht nur Teil des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb nach Art. 119 Abs. 2 und Art. 127 Abs. 1 AEUV, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, sondern auch Teil des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit nach Art. 5 Abs. 4 AEUV.<sup>204</sup>

<sup>201</sup> Siehe oben Rn. 54.

<sup>202</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 108.

<sup>203</sup> Siehe oben Rn. 65 ff.

<sup>204</sup> Siehe oben Rn. 68.



**(b) Keine unangemessenen Nachteile für die Mitgliedstaaten des Euroraums**

170. Wie oben ausgeführt,<sup>205</sup> haben geldpolitische Maßnahmen grundsätzlich Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten des Euroraums. Wie oben ebenfalls ausgeführt,<sup>206</sup> hat die EZB Garantien eingerichtet, die sicherstellen, dass die Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors den Mitgliedstaaten nicht den Anreiz nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen. Diese Garantien stellen umfassend sicher, dass die Mitgliedstaaten des Euroraums keine unangemessenen Nachteile erleiden.

171. Aus der Rechtsprechung des Gerichtshofs ergibt sich, dass das Verlustrisiko, das mit einer geldpolitischen Maßnahme einhergeht, „erheblich“ sein darf, ohne den Mitgliedstaaten den Anreiz zu nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen. Der Gerichtshof hat klar unterschieden zwischen dem Verlustrisiko der Zentralbanken des Eurosystems, das mit einer geldpolitischen Maßnahme der EZB einhergeht, und den Garantien, mit denen das Tätigwerden der Zentralbanken des Eurosystems versehen sein muss, um das Ziel von Art. 123 AEUV nicht zu umgehen. Er hat insoweit festgestellt, dass eine geldpolitische Maßnahme der EZB, die die Zentralbanken des Eurosystems „einem erheblichem Verlustrisiko aussetzen könnte, in keiner Weise die Garantien [schwächt], mit denen dieses Programm versehen ist, um zu vermeiden, dass den Mitgliedstaaten der Anreiz genommen wird, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen“.<sup>207</sup> Diese Garantien sind vielmehr nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs „auch geeignet“, das „eingegangene Verlustrisiko zu verringern“.<sup>208</sup>

**(c) Keine unangemessenen Nachteile für die Zentralbanken des Eurosystems**

172. Grundsätzlich kann bei keinen geldpolitischen Geschäften nach Art. 18 Abs. 1 der Satzung des ESZB und der EZB, d.h. weder bei Offenmarktgeschäften wie den Ankäufen von Anleihen des öffentlichen Sektors noch bei Kreditgeschäften, das Risiko von Bonitätsverschlechterungen der Emittenten oder von Zahlungsausfällen sowohl

<sup>205</sup> Siehe oben Rn. 53.

<sup>206</sup> Siehe oben Rn. 63 ff. und Rn. 92 ff.

<sup>207</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 123.

<sup>208</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 124.

der Emittenten als auch der Geschäftspartner vollständig ausgeschlossen werden.<sup>209</sup> Die von der EZB eingerichteten Garantien stellen deshalb sicher, dass dieses Risiko minimiert wird, d.h. dass „das potenzielle Ausmaß [...] in mehrfacher Weise beschränkt“ wird.<sup>210</sup>

173. Dabei hat die EZB nicht nur die sich aus der Höhe des Gesamtkaufvolumens des APP ergebende Erheblichkeit des Risikos berücksichtigt, sondern auch, dass eine isolierte Betrachtung einzelner Unterprogramme des APP, insbesondere des PSPP, oder sogar einzelner Wertpapiere, wie z.B. Anleihen des öffentlichen Sektors mit negativer Rendite,<sup>211</sup> bei der Gewinn- und Verlustrechnung der Zentralbanken des Eurosystems nicht möglich ist. Erstens kommt es auf eine ganzheitliche Betrachtung aller zum jeweiligen Zeitpunkt angewendeten geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken des Eurosystems an, in die z.B. auch die derzeit negativen Zinsaufwendungen, d.h. de facto Zinserträge, aus den Einlagen auf der Passivseite der Bilanz einbezogen werden müssen. Zweitens setzt sich die Gewinn- und Verlustrechnung nicht nur aus geldpolitischen Aufwendungen und Erträgen, sondern auch aus einer Vielzahl anderer Komponenten zusammen.<sup>212</sup> Das gesamte Zusammenspiel all dieser Aufwands- und Ertragspositionen bestimmt darüber, ob am Jahresende ein Jahresgewinn oder ein Jahresverlust der Zentralbanken des Eurosystems entsteht.

174. Vier solcher Garantien sind hervorzuheben. Unter ihnen befinden sich Garantien, die den Einfluss der Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors auf den Anreiz der Mitgliedstaaten des Euroraums begrenzen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen, aber „auch geeignet“ sind, das „eingegangene Verlustrisiko zu verringern“<sup>213</sup> (siehe unten (aa) und (bb)), eine spezifische Garantie des Risikomanagements des Eurosystems (siehe unten (cc)) und eine Garantie, die von der EZB vor

<sup>209</sup> Siehe bezüglich Ausfallwahrscheinlichkeiten das einheitliche Rahmenwerk für Bonitätsbewertungen des Eurosystems (European Credit Assessment Framework – „ECAF“), abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html> (Anhang 33).

<sup>210</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 85.

<sup>211</sup> Siehe oben Rn. 115 ff., insbesondere Rn. 117 f.

<sup>212</sup> Hierzu gehören z.B. Wechselkursverluste, realisierte Erträge/Aufwendungen aus Verkäufen (wie z.B. von Fremdwährung), Erträge aus Investitionen, Personalaufwand, Sachaufwand oder Kosten für Banknotendruck.

<sup>213</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 124.



dem spezifischen Hintergrund des PSPP, auch mit Blick auf die Höhe des Gesamtkaufvolumens des APP, eingerichtet wurde (siehe unten (dd)).

*(aa) Erfüllung der Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems*

175. *Erstens* müssen die Anleihen des öffentlichen Sektors, die die Zentralbanken des Eurosystems im Rahmen des PSPP erwerben, nach Art. 3 Abs. 2 des PSPP-Beschlusses grundsätzlich die Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems erfüllen. Insbesondere müssen angekaufte Anleihen mindestens über eine Bonitätsbeurteilung der Kreditqualitätsstufe (KQS) 3 in der harmonisierten Ratingskala des Eurosystems verfügen.<sup>214</sup> Besondere Regeln gelten von vornherein für Anleihen, die von den Mitgliedstaaten des Euroraums, die an einem Finanzhilfeprogramm teilnehmen, begeben oder in vollem Umfang garantiert werden.<sup>215</sup> Hierdurch wird das Risiko von Zahlungsausfällen von Emittenten insgesamt beschränkt.

*(bb) Obergrenzen für Ankäufe pro Emission und pro Emittent*

176. *Zweitens* stellen die Obergrenzen für Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors pro Emission und pro Emittent nach Art. 5 des PSPP-Beschlusses eine Risikominderungsmaßnahme dar, da das von den Zentralbanken des Eurosystems eingegangene Risiko von Bonitätsverschlechterungen der Emittenten oder von Zahlungsausfällen sowohl der Emittenten als auch der Geschäftspartner durch sie insgesamt beschränkt wird.<sup>216</sup>

*(cc) Implementierung von Verfahren zur Wahrung der Sorgfaltspflicht und Mäßigung von Kreditrisiken*

177. *Drittens* werden Verfahren zur Wahrung der Sorgfaltspflicht und Mäßigung von Kreditrisiken implementiert und das Risiko von Bonitätsverschlechterungen der Emittenten oder von Zahlungsausfällen sowohl der Emittenten als auch der Geschäfts-

---

<sup>214</sup> Das Eurosystem betrachtet eine Ausfallwahrscheinlichkeit von bis zu 0.1% über einen Zeitraum von einem Jahr als äquivalent zu KQS 2, und von bis zu 0.4% als äquivalent zu KQS 3 auf der harmonisierten Ratingskala.

<sup>215</sup> Siehe oben Rn. 97 ff.

<sup>216</sup> Erwägungsgrund (5) des Beschlusses (EU) 2015/774 (Anhang 2a).

partner insgesamt beschränkt. Der Ausschuss für Risikomanagement des Eurosystems überprüft nach Art. 4 Abs. 3 der PSPP-Leitlinie täglich, ob die Zentralbanken des Eurosystems die Risikokontrollregeln einhalten, und berichtet nach Art. 4 Abs. 2 der PSPP-Leitlinie quartalsweise an den EZB-Rat, der nach Art. 4 Abs. 4 oder Art. 13 der PSPP-Leitlinie zusätzliche spezifische Risikomanagement-Maßnahmen ergreifen, insbesondere Anleihen des öffentlichen Sektors verkaufen kann.<sup>217</sup>

*(dd) Begrenzte Risikoverteilung*

178. *Viertens* unterliegen die Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems einer begrenzten Verlustteilung.<sup>218</sup>

179. Eventuelle Verluste aus 20 % der Ankäufe, nämlich einerseits der Anleihen, die von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken mit Sitz im Euroraum begeben werden und durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems angekauft werden, und andererseits der Anleihen des öffentlichen Sektors der Mitgliedstaaten des Euroraums, die von der EZB angekauft werden, werden faktisch entsprechend der vollständig eingezahlten Anteile der nationalen Zentralbanken des Eurosystems am Kapital der EZB geteilt.<sup>219</sup> Eventuelle Verluste auf Anleihen, die von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken mit Sitz im Euroraum begeben wurden, werden unter den nationalen Zentralbanken des Eurosystems aufgeteilt. Eventuelle Verluste aus den Beständen der EZB werden entsprechend Art. 33 Abs. 2 der Satzung des ESZB und der EZB behandelt und mindern den Jahresüberschuss, den die EZB an ihre Anteilseigner, d.h. an die nationalen Zentralbanken des Eurosystems, ausschütten kann oder führen zu einem Verlustvortrag.

<sup>217</sup> Um Interessenkonflikten vorzubeugen, ist das Risikomanagement der EZB organisatorisch von den Funktionen, in denen Marktoperationen durchgeführt werden, getrennt. Gleichmaßen handeln die Ausschüsse für Risikomanagement und Marktoperationen des Eurosystems unabhängig voneinander.

<sup>218</sup> Die Regelungen zur Verlustteilung zwischen den Zentralbanken des Eurosystems sind nicht öffentlich. Die wesentlichen Elemente der Verlustteilung im Rahmen des PSPP ergeben sich jedoch aus den einleitenden Bemerkungen vom 22. Januar 2015 (**Anhang 2b**), der Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung vom 21. und 22. Januar 2015 (**Anhang 2c**) und der Pressemitteilung der EZB zur Ankündigung des APP vom 22. Januar 2015, abrufbar unter [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.de.html) (**Anhang 2d**).

<sup>219</sup> Nach Art. 47 der Satzung des ESZB und der EZB i.V.m. Beschluss (EU) 2014/30 der Europäischen Zentralbank vom 29. August 2013 über die prozentualen Anteile der nationalen Zentralbanken im Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der Europäischen Zentralbank (EZB/2013/26) (Amtsblatt L 16, 21.1.2014, S. 53) zahlen die Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, als Beitrag zu den Betriebskosten der EZB (nur) einen Mindestprozentsatz ein.



180. Eventuelle Verluste aus den verbliebenen 80 % der Ankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors werden von den jeweils ankaufenden nationalen Zentralbanken des Eurosystems individuell getragen. Da die nationalen Zentralbanken des Eurosystems danach überwiegend Anleihen des öffentlichen Sektors ihres eigenen Mitgliedstaats ankaufen, tragen sie auch überwiegend nur das Risiko von Bonitätsverschlechterungen oder Zahlungsausfällen ihres eigenen Mitgliedstaats, nicht aber aller Mitgliedstaaten des Euroraums. Das Risiko ist damit individuell beschränkt.

#### **(4) Weitergehende Kontrollmöglichkeiten**

181. Der EZB-Rat hat weitergehende Kontrollmöglichkeiten, um sicherzustellen, dass die Geeignetheit, Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne des PSPP-Beschlusses angesichts positiver und negativer Entwicklungen der gesamtwirtschaftlichen Lage gewahrt bleibt, insbesondere keine unangemessenen Nachteile bei der Durchführung des PSPP-Beschlusses entstehen.<sup>220</sup> Der EZB-Rat hat nicht nur jederzeit die Möglichkeit, sich für und gegen die Verlängerung des Zeithorizonts des APPs oder die Erhöhung bzw. Verringerung des monatlichen Kaufvolumens zu entscheiden, sondern auch, die eingerichteten Garantien zu verstärken.
182. Diese weitergehenden Kontrollmöglichkeiten werden abgesichert durch ein umfassendes Monitoring der Umsetzung und Durchführung des PSPP. Erstens berichtet das Direktorium dem EZB-Rat nach Art. 16 der PSPP-Leitlinie regelmäßig, mindestens quartalsweise, über die Umsetzung des PSPP. Zweitens berichten die Ausschüsse des Eurosystems dem EZB-Rat nach Art. 4 Abs. 2 der PSPP-Leitlinie quartalsweise aus ihren jeweiligen Perspektiven: der Ausschuss für Risikomanagement aus der Perspektive des Risikomanagements, der Ausschuss für Marktoperationen aus der Perspektive der geldpolitischen Durchführung des PSPP und der Ausschuss für Geldpolitik aus der Perspektive der geldpolitischen Zielsetzung des PSPP.

---

<sup>220</sup> Art. 12 Abs. 1 der Satzung des ESZB und der EZB. Siehe hierzu EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 106.

183. Danach zeichneten sich angesichts der grundsätzlichen fortlaufenden Verbesserung der Haushaltslage keine Fehlentwicklungen ab, die eine Anpassung der Geldpolitik gerechtfertigt hätten. Ebenso wenig konnten interne Studien der EZB Anhaltspunkte dafür liefern, dass die Anreize für die Durchführung notwendiger Strukturreformen durch die bisherige Umsetzung des PSPP beeinträchtigt worden wären.<sup>221</sup>

**c) Ausreichende Begründung des PSPP-Beschlusses**

184. Die EZB hat nicht nur sorgfältig und unparteiisch alle relevanten Gesichtspunkte des Einzelfalls überprüft, sondern die Verhältnismäßigkeit des PSPP-Beschlusses auch hinreichend nach Art. 296 Abs. 2 AEUV begründet. Dabei ist nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs über die Erwägungsgründe der Beschlüsse (EU) 2015/774, (EU) 2015/2101, (EU) 2015/2464, (EU) 2016/702 und (EU) 2017/100 auf den Kontext des PSPP-Beschlusses und sämtliche Rechtsvorschriften, die das betreffende Gebiet regeln, abzustellen.<sup>222</sup>

185. *Erstens* gehören zum Kontext des PSPP-Beschlusses die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz um 14:30 Uhr MEZ am Tag der geldpolitischen Sitzung, die die geldpolitischen Entscheidungen der EZB erklären und seit 2015 in alle Amtssprachen der EU übersetzt werden.<sup>223</sup> Die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB werden vom EZB-Rat genehmigt.

186. *Zweitens* zählt zum Kontext des PSPP-Beschlusses die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen, die seit 2015 vier Wochen nach jeder geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats veröffentlicht werden, um die hinter den geldpolitischen Entscheidungen stehenden Grundüberlegungen der EZB offenzulegen („monetary policy accounts“).<sup>224</sup> Die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen werden vom EZB-Rat genehmigt.

<sup>221</sup> Siehe oben Rn. 32 ff. und Rn. 131.

<sup>222</sup> EuGH, C-62/14, Gauweiler, Urteil vom 16. Juni 2015, EU:C:2015:400, Rn. 70.

<sup>223</sup> Die einleitenden Stellungnahmen des Präsidenten der EZB sind abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/index.en.html>.

<sup>224</sup> Die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen sind abrufbar in englischer Originalsprache unter <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2017/html/index.en.html> und in deutscher Übersetzung unter [https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Europäische\\_Zentralbank/EZB\\_Accounts/ezb\\_accounts.html](https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Europäische_Zentralbank/EZB_Accounts/ezb_accounts.html).



187. *Drittens* umfasst der Kontext des PSPP-Beschlusses die Presseerklärungen der EZB zu ihren geldpolitischen Entscheidungen, die um 13:45 Uhr MEZ am Tag der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats veröffentlicht und überwiegend in alle Amtssprachen der EU übersetzt werden.<sup>225</sup> Die Presseerklärungen werden vom EZB-Rat genehmigt.
188. Sämtliche Rechtsvorschriften, die das betreffende Gebiet regeln, sind im engeren Sinne solche, die das PSPP unmittelbar betreffen, wie die nicht-öffentliche PSPP-Leitlinie, und im weiteren Sinne sämtliche Rechtsvorschriften, die die EZB getroffen hat, damit sich die Inflationsraten mittelfristig wieder an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern. Dabei ist auch der Kontext dieser Rechtsvorschriften zu berücksichtigen.
189. Wie oben im Einzelnen ausgeführt,<sup>226</sup> sind die wesentlichen Elemente des PSPP-Beschlusses jedenfalls unter Einbeziehung dieses Kontexts und dieser Rechtsvorschriften in einer Weise begründet worden, die ermöglicht, dass die Betroffenen ihre Rechte effektiv geltend machen können – was nicht zuletzt das Beispiel der Beschwerdeführer der Ausgangsverfahren zeigt<sup>227</sup> – und die Einhaltung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit durch den Gerichtshof nachgeprüft werden kann.

### III. Die fünfte Vorlagefrage

190. Was schließlich die fünfte Vorlagefrage betrifft, enthält der Vorlagebeschluss nach Auffassung der EZB keine Informationen, die die Gültigkeit des PSPP-Beschlusses in Frage stellen könnten.
191. Soweit das vorlegende Gericht wissen möchte, ob die im PSPP-Beschluss „möglicherweise angelegte unbegrenzte Risikoverteilung bei Ausfällen von Anleihen“ der Mitgliedstaaten des Euroraums „zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems“ mit Art. 123 und Art. 125 AEUV sowie Art. 4 Abs. 2 EUV vereinbar ist,

<sup>225</sup> Die Presseerklärungen der EZB sind abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/index.en.html>.

<sup>226</sup> Siehe oben die Ausführungen zur Geeignetheit in Rn. 152 ff., zur Erforderlichkeit in Rn. 155 ff. und zur Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne in Rn. 164 ff.

<sup>227</sup> EuG, T-122/15, *L-Bank/EZB*, Urteil vom 16. Mai 2017, EU:T:2017:337, Rn. 129.

„wenn dadurch eine Rekapitalisierung nationaler Zentralbanken mit Haushaltsmitteln erforderlich werden kann“, ist deren Beantwortung für die Entscheidung der Ausgangsverfahren nicht objektiv erforderlich.<sup>228</sup> Die Vorlagefrage ist vielmehr hypothetisch, da sie auf eine bestimmte Entwicklung in der Zukunft abstellt, die selbst nach Auffassung des vorlegenden Gerichts unsicher ist und damit keine Rückschlüsse auf die Gültigkeit des PSPP-Beschlusses, d.h. des Beschlusses (EU) 2015/774 in seiner gegenwärtigen und streitgegenständlichen Fassung, zulässt.

192. Soweit das vorliegende Gericht behauptet, dass nicht ausgeschlossen ist, dass die EZB eine unbegrenzte Risikoverteilung für das PSPP beschließen wird, weil bereits „frühere Programme“ der EZB eine solche vorgesehen haben, und erklärt, dass sich vor diesem Hintergrund die Frage stellt, ob eine unbegrenzte Risikoverteilung mit Art. 123 und Art. 125 AEUV vereinbar ist, fehlen Informationen, die die tatsächliche Vermutung rechtfertigen und die rechtliche Schlussfolgerung auf der Grundlage dieser tatsächlichen Vermutung tragen würden.<sup>229</sup>
193. Über die Frage der Risikoverteilung eines geldpolitischen Programms entscheidet der EZB-Rat nach Abwägung aller Interessen vor dem spezifischen Hintergrund des jeweiligen Programms, ohne dass bisher Anlass bestanden hätte, Anpassungen während der Umsetzung eines Programms vorzunehmen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Stimmen im EZB-Rat für einen Beschluss über die Risikoverteilung eines geldpolitischen Programms nach Art. 32 Abs. 4 i.V.m. Art. 10 Abs. 3 der Satzung des ESZB und der EZB nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewogen werden. Dies bedeutet auch, dass die Stimmen der Mitglieder des Direktoriums mit Null gewogen werden.<sup>230</sup> Dessen ungeachtet erschließt sich der rechtliche Zusammenhang zwischen einer unbegrenzten Risikoverteilung zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems einerseits

---

<sup>228</sup> EuGH, C-244/80, Foglia, Urteil vom 16. Dezember 1981, EU:C:1981:302, Rn. 18.

<sup>229</sup> EuGH, C-320/90, C-321/99 und C-322/90, Telemarsicabruzzo, Urteil vom 26. Januar 1993, EU:C:1993:26, Rn. 6 f.

<sup>230</sup> Hingegen werden die Stimmen des EZB-Rats über das geldpolitische Programm selbst nicht nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewogen. Der EZB-Rat beschließt ein geldpolitisches Programm vielmehr nach Art. 12 Abs. 1 i.V.m. Art. 10 Abs. 2 der Satzung des ESZB und der EZB mit einfacher Mehrheit seiner stimmberechtigten Mitglieder.



und einer Verletzung von Art. 123 und Art. 125 AEUV andererseits nicht aus dem Vorlagebeschluss.<sup>231</sup>

**C.  
Gesamtergebnis**

194. Aus den vorstehenden Gründen schlägt die EZB dem Gerichtshof vor, die Vorlagefragen wie folgt zu beantworten:

Die Prüfung der Vorlagefragen hat nichts ergeben, was die Gültigkeit des Beschlusses (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten in der Fassung des Beschlusses (EU) 2015/2101 vom 5. November 2015, des Beschlusses (EU) 2015/2464 vom 16. Dezember 2015, des Beschlusses (EU) 2016/702 vom 18. April 2016 und des Beschlusses (EU) 2017/100 vom 11. Januar 2017 beeinträchtigen könnte.



---

<sup>231</sup> Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der Rechtsprechung des Gerichtshofs, siehe oben Rn. 120 und Rn. 171.

## D. Verzeichnis der Anhänge

### I. Verfahrensrechtlicher Anhang

Anhang 1: Nachweis der Zulassung des Rechtsanwalts der EZB in einem Mitgliedstaat

### II. Weitere Anhänge

Anhang	Beschreibung des Dokuments	Seitenzahlen	Nachweis (Randnummer, Fußnote)
2a	Beschluss (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10) (Amtsblatt L 121, 14.5.2015, S. 20)	3 – 8	Rn. 1; Fn. 1 Rn. 1; Fn. 7 Rn. 15; Fn. 27 Rn. 50 Rn. 68; Fn. 89 Rn. 72; Fn. 93 Rn. 94; Fn. 118 Rn. 142; Fn. 173 Rn. 152 Rn. 153; Fn. 182 Rn. 155 Rn. 157; Fn. 187 Rn. 160; Fn. 188 Rn. 161 Rn. 162; Fn. 192 Rn. 162; Fn. 193 Rn. 163; Fn. 196 Rn. 176; Fn. 216 Rn. 184 Rn. 191
2b	Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 22. Januar 2015	9 – 15	Rn. 15; Fn. 27 Rn. 145; Fn. 175 Rn. 152; Fn. 180 Rn. 153; Fn. 182 Rn. 155; Fn. 184 Rn. 160; Fn. 188 Rn. 178; Fn. 218



<b>2c</b>	Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 21. und 22. Januar 2015	16 – 38	Rn. 71; Fn. 92 Rn. 152; Fn. 180 Rn. 153; Fn. 182 Rn. 155; Fn. 184 Rn. 165; Fn. 200 Rn. 178; Fn. 218
<b>2d</b>	Pressemittellung der EZB zur Ankündigung des APP vom 22. Januar 2015	39 – 43	Rn. 178; Fn. 218
<b>3a</b>	Beschluss (EU) 2015/2101 der Europäischen Zentralbank vom 5. November 2015 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/33) (Amtsblatt L 303, 20.11.2015, S. 106)	44 – 46	Rn. 1; Fn. 2 Rn. 29; Fn. 42 Rn. 191
<b>3b</b>	Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 3. September 2015	47 – 53	Rn. 29; Fn. 42 Rn. 152; Fn. 181 Rn. 158; Fn. 185 Rn. 165; Fn. 200
<b>3c</b>	Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 2. und 3. September 2015	54 – 73	Rn. 152; Fn. 181 Rn. 158; Fn. 185 Rn. 165; Fn. 200
<b>4a</b>	Beschluss (EU) 2015/2464 der Europäischen Zentralbank vom 16. Dezember 2015 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/48) (Amtsblatt L 344, 30.12.2015, S. 1)	74 – 78	Rn. 1; Fn. 3 Rn. 31; Fn. 45 Rn. 160; Fn. 188 Rn. 161; Fn. 190 Rn. 162; Fn. 194 Rn. 191
<b>4b</b>	Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 3. Dezember 2015	79 – 85	Rn. 29; Fn. 43 Rn. 152; Fn. 181 Rn. 158; Fn. 185 Rn. 160; Fn. 188 Rn. 165; Fn. 200
<b>4c</b>	Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 2. und 3. Dezember 2015	86 – 107	Rn. 152; Fn. 181 Rn. 158; Fn. 185 Rn. 165; Fn. 200
<b>5a</b>	Beschluss (EU) 2016/702 der Europäischen Zentralbank vom 18. April 2016 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2016/8) (Amtsblatt L 121, 11.5.2016, S. 24)	108 – 111	Rn. 1; Fn. 4 Rn. 40; Fn. 58 Rn. 162; Fn. 195 Rn. 191
<b>5b</b>	Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 10. März 2016	112 – 118	Rn. 38; Fn. 53 Rn. 152; Fn. 181 Rn. 158; Fn. 185 Rn. 165; Fn. 200

<b>5c</b>	Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 9. und 10. März 2016	119 – 141	Rn. 152; Fn. 181 Rn. 158; Fn. 185 Rn. 165; Fn. 200
<b>5d</b>	Pressemitteilung vom 10. März 2016 über die geldpolitischen Beschlüsse	142 – 145	Rn. 38; Fn. 53
<b>6a</b>	Beschluss (EU) 2017/100 der Europäischen Zentralbank vom 11. Januar 2017 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/774 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2017/1) (Amtsblatt L 16, 20.1.2017, S. 51)	146 – 148	Rn. 1; Fn. 5 Rn. 42; Fn. 62 Rn. 160; Fn. 188 Rn. 161; Fn. 191 Rn. 163; Fn. 197 Rn. 191
<b>6b</b>	Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB vom 8. Dezember 2016	149 – 154	Rn. 152; Fn. 181 Rn. 155; Fn. 185 Rn. 160; Fn. 188 Rn. 165; Fn. 200
<b>6c</b>	Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 7. und 8. Dezember 2016	155 – 173	Rn. 41; Fn. 61 Rn. 152; Fn. 181 Rn. 155; Fn. 185 Rn. 165; Fn. 200
<b>6d</b>	Pressemitteilung vom 8. Dezember 2016 über die geldpolitischen Beschlüsse	174 – 177	Rn. 41; Fn. 61
<b>6e</b>	Press release of 8 December 2016 – ECB adjusts parameters of its asset purchase programme (APP) [Pressemitteilung vom 8. Dezember 2016 über die Anpassung der APP Parameter]	178 – 180	Rn. 42; Fn. 62
<b>7a</b>	Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 26. Oktober 2017	181 – 186	Rn. 43; Fn. 64
<b>7b</b>	Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank of 25 and 26 October 2017 [Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 25. und 26. Oktober 2017]	187 – 205	Rn. 43; Fn. 64
<b>7c</b>	Pressemitteilung vom 26. Oktober 2017 über die geldpolitischen Beschlüsse	206 – 209	Rn. 43; Fn. 64
<b>7d</b>	Press release of 26 October 2017 – Additional information on asset purchase programme [Pressemitteilung vom 26. Oktober 2017 über zusätzliche Informationen zum APP]	210 – 213	Rn. 43; Fn. 64



<b>8</b>	Konsolidierte und teilweise geschwärzte Fassung der nicht-öffentlichen Leitlinie vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten	214 – 233	Rn. 66; Fn. 88 Rn. 68; Fn. 90 Rn. 70; Fn. 91 Rn. 76; Fn. 98 Rn. 80; Fn. 102 Rn. 89 Rn. 99 Rn. 110; Fn. 135 Rn. 124 Rn. 158 Rn. 177 Rn. 182 Rn. 188
<b>9a</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 13 October 1998 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 13. Oktober 1998]	234 – 248	Rn. 4, Fn. 8
<b>9b</b>	Press seminar on the evaluation of the ECB's monetary policy strategy of 8 May 2003 [Presseseminar zur Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB vom 8. Mai 2003]	249 – 256	Rn. 4, Fn. 8
<b>9c</b>	EZB Monatsbericht, Juni 2013	257 – 360	Rn. 4, Fn. 8
<b>9d</b>	The definition of price stability [Zusammenfassung der Preisstabilitätsdefinition auf der Website der EZB]	361 – 364	Rn. 4, Fn. 8
<b>10a</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 2 May 2013 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 2. Mai 2013]	365 – 378	Rn. 9; Fn. 11
<b>10b</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 7 November 2013 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 7. November 2013]	379 – 393	Rn. 9, Fn. 11
<b>11</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 4 July 2013 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 4. Juli 2013]	394 – 406	Rn. 9, Fn. 12
<b>12a</b>	Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet von September 2013	407 – 414	Rn. 10, Fn. 13
<b>12b</b>	Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet von Juni 2014	415 – 430	Rn. 10, Fn. 13
<b>13a</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 5 June 2014 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 5. Juni 2014]	431 – 445	Rn. 11, Fn. 15

<b>13b</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 4 September 2014 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 4. September 2014]	446 – 460	Rn. 11, Fn. 15
<b>14a</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 3 February 2000 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 3. Februar 2000]	461 – 470	Rn. 12, Fn. 19
<b>14b</b>	Introductory statement of the President of the ECB to the press conference of 3 July 2008 [Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 3. Juli 2008]	471 – 485	Rn. 12, Rn. 19
<b>14c</b>	EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3/2015	486 – 552	Rn. 12, Fn. 19
<b>15</b>	EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 12/2014	553 – 781	Rn. 12, Fn. 20
<b>16</b>	Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet von Dezember 2014	782 – 796	Rn. 13, Fn. 22
<b>17a</b>	B. S. Bernanke & V. R. Reinhart, Conducting monetary policy at very low short-term interest rates, American Economic Review: Papers and Proceedings 2004, S. 85 ff. [B. S. Bernanke & V. R. Reinhart, Durchführung der Geldpolitik mit sehr niedrigen kurzfristigen Zinsen, American Economic Review: Papers and Proceedings 2004, S. 85 ff.]	797 – 804	Rn. 16, Fn. 28
<b>17b</b>	M.L. Gertler & P. Karadi, QE 1 vs. 2 vs. 3...: A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool, International Journal of Central Banking, 2013, S. 5 ff. [M.L. Gertler & P. Karadi, Quantitative Lockerung 1 vs. 2 vs. 3...: Ein Rahmen für die Analyse groß angelegter Anleihenkäufe als geldpolitisches Instrument, International Journal of Central Banking, 2013, S. 5 ff.]	805 – 854	Rn. 16, Fn. 28
<b>17c</b>	M.D. Bauer & G. Rudebusch, The signaling channel for Federal Reserve Bond purchases, International Journal of Central Banking, 2014, S. 233 ff. [M.D. Bauer & G. Rudebusch, Der Signalkanal für Ankäufe von Federal Reserve Anleihen, International Journal of Central Banking, 2014, S. 233 ff.]	855 – 912	Rn. 16, Fn. 28
<b>17d</b>	R. Greenwood & D. Vayanos, Bond supply and excess bond returns, Review of Financial Studies, 2014, S. 663 ff. [R. Greenwood & D. Vayanos, Angebot an Anleihen und Überrenditen von Anleihen, Review of Financial Studies, 2014, S. 663 ff.]	913 – 964	Rn. 16, Fn. 28
<b>18a</b>	A. Krishnamurthy & A. Vissing-Jorgensen, The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy, Brookings Papers on Economic Activity Fall 2011, S. 215 ff. [A. Krishnamurthy & A. Vissing-Jorgensen, Die Auswirkungen der quantitativen Lockerung auf Zinssätze: Kanäle und Konsequenzen für die Politik, Brookings Papers on Economic Activity Fall 2011, S. 215 ff.]	965 – 1039	Rn. 16, Fn. 29



18b	S. D'Amico & T. B. King, Flow and stock effects of large-scale Treasury purchases: evidence on the importance of local supply, Journal of Financial Economics 2013, S. 425 ff. [S. D'Amico & T. B. King, Fluss- und Bestandsauswirkungen auf groß angelegte Ankäufe: Beweis für die Bedeutung lokalen Angebots, Journal of Financial Economics 2013, S. 425 ff.]	1040 – 1064	Rn. 16, Fn. 29
18c	M. Joyce & M. Tong, QE and the gilt market: a disaggregated analysis, Economic Journal 2012, 122(564), F348 [M. Joyce & M. Tong, Quantitative Lockerung und der Goldmarkt: eine disaggregierte Analyse, Economic Journal 2012, 122(564), F348]	1065 – 1102	Rn. 16, Fn. 29
19	The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012, ECB Occasional Paper Series [Die Verwendung der geldpolitischen Instrumente und des Handlungsrahmens des Eurosystems seit 2012, EZB Schriftenreihe]	1103 – 1179	Rn. 17, Fn. 30
20a	M. Goodfriend, The case for unencumbering interest rate policy at the zero lower bound, Federal Reserve Bank of Kansas City 2016 [M. Goodfriend, Der Fall für eine unbelastete Zinspolitik an der Nulluntergrenze, Federal Reserve Bank of Kansas City 2016]	1180 – 1214	Rn. 19, Fn. 31
20b	M. Brunnermeier & Y. Koby, The reversal interest rate: The effective lower bound of monetary policy [M. Brunnermeier & Y. Koby, Der Umkehrzinssatz: Die effektive Untergrenze der Geldpolitik]	1215 – 1242	Rn. 19, Fn. 31
21	EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 7/2015	1243 – 1359	Rn. 26, Fn. 35
22a	Einleitende Stellungnahme des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 15. April 2015	1360 – 1365	Rn. 27, Rn. 38
22b	Einleitende Stellungnahme des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 3. Juni 2015	1366 – 1371	Rn. 27, Rn. 38
23a	Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet von September 2015	1372 – 1387	Rn. 28, Fn. 41
23b	Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet von Dezember 2015	1388 – 1401	Rn. 28, Fn. 41
24	Einleitende Stellungnahme des Präsidenten der EZB in der Pressekonferenz vom 22. Oktober 2015	1402 – 1407	Rn. 29, Fn. 42
25	US Federal Reserve - Press Release of 10 August 2010: FOMC Statement [US Federal Reserve – Presseerklärung vom 10. August 2010: Stellungnahme des Federal Open Market Committee ("FOMC")]	1408 – 1411	Rn. 31, Fn. 44
26	EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 2/2017	1412 – 1561	Rn. 32, Fn. 46
27	EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 8/2015	1562 – 1686	Rn. 33, Fn. 47 Rn. 34, Fn. 48 Rn. 34, Fn. 49

<b>28</b>	Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet von März 2016	1687 – 1701	Rn. 36, Fn. 51
<b>29</b>	Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet von Dezember 2016	1702 – 1716	Rn. 31, Fn. 60
<b>30</b>	Einleitende Stellungnahme des Präsidenten der EZB vom 7. September 2017	1717 – 1722	Rn. 43, Fn. 63
<b>31</b>	Transcript of the questions and answers of the President of the ECB at the Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament on 28 November 2016 [Protokoll der Fragen und Antworten des Präsidenten der EZB in der Anhörung des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments vom 28. November 2016]	1723 – 1746	Rn. 138, Fn. 160
<b>32</b>	ECB, Financial Stability Review, November 2016 [EZB, Finanzstabilitätsbericht, November 2016]	1747 – 1907	Rn. 140, Fn. 164
<b>33</b>	Eurosystem credit assessment framework (E-CAF) [Rahmenwerk für Bonitätsbewertungen des Eurosystems (European Credit Assessment Framework – „ECAF“)]	1908 – 1911	Rn. 165, Fn. 194