

GREGOR LAUDAGE

Grüne Geldpolitik

*Beiträge zum Finanz-
und Währungsrecht*

1

Mohr Siebeck

Beiträge zum Finanz- und Währungsrecht

Herausgegeben von

Cornelia Manger-Nestler und Alexander Thiele

1



Gregor Laudage

Grüne Geldpolitik

Die Europäische Zentralbank
in der Klimakrise

Mohr Siebeck

Gregor Laudage, geboren 1995; Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Göttingen; 2020 Erste Juristische Prüfung; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Öffentliches Recht, insb. Verwaltungsrecht an der Universität Göttingen sowie am Lehrstuhl für Öffentliches Recht, Europarecht, Sozialrecht, Geschlechter- und Vielfaltsdimensionen im Recht an der Universität Bremen; Rechtsreferendariat am Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg; 2025 Promotion (Göttingen).

Diese Veröffentlichung wurde aus Mitteln des Publikationsfonds Niedersachsen OPEN unterstützt.

ISBN 978-3-16-200228-0 / eISBN 978-3-16-200229-7

DOI 10.1628/978-3-16-200229-7

ISSN 3053-3929 / eISSN 3053-3937 (Beiträge zum Finanz- und Währungsrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

© Gregor Laudage

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2026.

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Share Alike 4.0 International“ (CC-BY SA 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Urhebers unzulässig und strafbar. Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier. Satz: Satzweise, Bad Wünnenberg.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Für Luise

Vorwort

Die Arbeit ist im Sommersemester 2025 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen worden. Für die Veröffentlichung wurde das Manuskript leicht überarbeitet und entspricht dem Stand von September 2025; sofern kein anderes Abrufdatum angegeben ist, beziehen sich alle Internetseiten auf den Stand vom 26. September 2025.

Bedanken möchte ich mich zunächst bei meinem Doktorvater, *Prof. Dr. Alexander Thiele*. Seit meiner Zeit als studentische Hilfskraft am Institut für Allgemeine Staatslehre und Politische Wissenschaften der Georg-August-Universität Göttingen hat er meinen Werdegang nicht nur fachlich und persönlich unterstützt, sondern mich mit seiner Art und Arbeitsweise auch nachhaltig geprägt. Für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens danke ich *Prof. Dr. Florian Meinel*.

Prof. Dr. Pia Lange danke ich für die Aufnahme an ihren Lehrstuhl in Bremen, ihre herzliche Art und Unterstützung meines Promotionsvorhabens; sowie allen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern an ihrem Lehrstuhl. Auch der *Heinrich-Böll-Stiftung* bin ich zu Dank verpflichtet, die mich mit einem Promotionsstipendium unterstützt hat.

Prof. Dr. Cornelia Manger-Nestler danke ich für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe Finanz- und Währungsrecht. Dank gebührt auch *Daniela Taudt* für die freundliche Unterstützung auf Verlagsseite.

Besonders bedanken möchte ich mich auch bei meiner Mutter *Dr. Christiane Laudage*, die meine Ausbildung erst ermöglicht hat und auf deren Rückhalt ich immer vertrauen kann. Dank gilt auch meinen Geschwistern *Anna, Benedikt, Dominik, Regina* und *Leo* sowie meiner restlichen, großartigen Familie, die mich seither unterstützt. Mein leider viel zu früh verstorbener Vater *Prof. Dr. Johannes Laudage* hätte sich bestimmt über die Arbeit gefreut und sich dann wieder mit Leidenschaft der mittelalterlichen Geschichte gewidmet.

Den größten Dank schulde ich aber *Luise Rexroth*, der die vielen Stunden am und neben dem Schreibtisch, die diese Arbeit bis zum Schluss in Anspruch genommen haben, eigentlich zugestanden hätten. Ihrer Geduld, Aufmunterung und Unterstützung an schwierigen Tagen habe ich es zu ver-

danken, dass ich das Kapitel Promotion nunmehr abschließen kann. Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, im September 2025

Gregor Laudage

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
aE	am Ende
AEL	Journal of Accounting, Economics, and Law: A Convivium
AER	American Economic Review
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
aF	alte Fassung
allg.	allgemein
Alt.	Alternative
Am. j. int. law	American Journal of International Law
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Ariz. St. L. J.	Arizona State Law Journal
Art.	Artikel
AVR	Archiv des Völkerrechts
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bd.	Band
BGBL	Bundesgesetzblatt
BIZ/BIS	Bank für internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
C.D.E.	Cahiers de Droit Européen
CMA	Tagung der Vertragsparteien des Pariser Abkommens
CML Rev.	Common Market Law Review
CoG	Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
COM/KOM	Europäische Kommission
COP	Vertragsstaatenkonferenz
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DVB1	Deutsches Verwaltungsblatt
E. L. Rev.	European Law Review
ebd.	ebenda
EBLR	European Business Law Review
Ecofin-Rat	Rat Wirtschaft und Finanzen

EGV-Maastricht	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EGV) in der Fassung des Vertrages von Maastricht
EJIL	European Journal of International Law
EJPE	Erasmus Journal for Philosophy and Economics
ELO	European Law Open
endg.	endgültig
Environ. Res. Lett.	Environmental Research Letters
EnzEuR	Enzyklopädie Europarecht
EPL	European Public Law
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
ESZB-Satzung	Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank
etc.	et cetera
EuConst	European Constitutional Law Review
EuG	Gericht
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EuR	Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
EZB-Rat	Rat der Europäischen Zentralbank
f./ff.	folgende
FK	Pechstein, Matthias/Nowak, Carsten/Häde, Ulrich (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zu EUV, GRC und AEUV, 2017
Fn.	Fußnote
FSB	Financial Stability Boards der G20
GHN	Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union. Kommentar, Loseblatt, München, Stand Mai 2025
GLJ	German Law Review
GRC	Europäische Grundrechte-Charta
GSH	Groeben, Hans von der/Schwarze, Jürgen/Hatje, Armin (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, 7. Aufl., Baden-Baden 2015
HdB	Handbuch
HStR	Handbuch des Staatsrechts
HVwR	Handbuch des Verwaltungsrechts
i. V. m.	in Verbindung mit
ICLQ	International and Comparative Law Quarterly
ICON	International Journal of Constitutional Law
iE	im Erscheinen
IFRSF	International Financial Reporting Standards Foundation
Int. J. Political Econ.	International Journal of Political Economy
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
ISSB	International Sustainability Standards Board
IWF/IMF	Internationaler Währungsfonds
J Environmental Law	Journal of Environmental Law
J. Eur. Public Policy	Journal of European Public Policy

J. Financ. Regul.	Journal of Financial Regulation
JCMS	Journal of Common Market Studies
JEIH	Journal of European Integration History
JFE	Journal of Financial Economics
JMCB	Journal of Money, Credit and Banking
JME	Journal of Monetary Economics
JMIL	Journal of International Economic Law
JPE	Journal of Political Economy
JZ	Juristen Zeitung
KMU/SME	kleine und mittelständische Unternehmen
krit.	kritisch
KritV	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft
lit.	littera
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MJ	Maastricht Journal of European and Comparative Law
NebLRev	Nebraska Law Review
NGFS	Network for Greening the Financial System
NGO	Non-Governmental Organization
NJW	Neue Juristische Wochenzeitschrift
No./Nr.	Nummer
NPE	New Political Economy
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZBen	Nationale Zentralbanken
OMT	Outright Monetary Transactions
ÖZW	Österreichische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
PA	Pariser Abkommen
PBoC	People's Bank of China
PSPP	Public Sector Purchase Programme
QJE	The Quarterly Journal of Economics
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RECIEL	Review of European, Comparative & International Environmental Law
Res.	Resolution
Rev Econ Stud	The Review of Economic Studies
Rev Financ Stud	The Review of Financial Studies
Rev. Int. Political Econ.	Review of International Political Economy
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
s. o.	siehe oben
s. u.	siehe unten
Spiegelstr.	Spiegelstrich/Gedankenstrich
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
Stanf. j. law bus. financ.	Stanford Journal of Law, Business, and Finance
TCFD	Task Force on Climate-related Financial Disclosures
u.	und
u. a.	unter anderem

UNFCCC	Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaveränderungen
UNGA	United Nations General Assembly (Generalversammlung der Vereinten Nationen)
Utah Law Rev.	Utah Law Review
v.	vom
Va. J. Int'l L.	Virginia Journal of International Law
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Var.	Variante
verb.	verbunden/verbundene(s)
VH	Vedder, Christoph/Heintschel von Heinegg, Wolff (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, 2. Aufl., Baden-Baden 2018
VO	Verordnung
WD	Wirtschaftsdienst
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
YBEL	Yearbook of European Law
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
Zeus	Zeitschrift für europarechtliche Studien
ZfU	Zeitschrift für Umweltpolitik & Umweltrecht
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht & Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	IX
Inhaltsverzeichnis	XVII
Einführung und Gang der Untersuchung	1
1. Teil: Zentralbanken in der Klimakrise	7
§ 1 <i>Die politische Reaktion auf den Klimawandel</i>	9
A. Materielle Vorgaben des Pariser Klimaabkommens	11
B. Die Ambitions- und Umsetzungskrise	18
C. Fazit	19
§ 2 <i>Der Streit über die reaktive oder proaktive Ausrichtung des Finanzsystems bei der Bekämpfung der Klimakrise</i>	21
A. Der reaktive Ansatz: Angemessener Umgang mit Klimarisiken	22
B. Der proaktive Ansatz: Aktive Unterstützung der Wirtschaftstransformation	34
C. Die (Re-)Politisierung des Finanzsystems	43
§ 3 <i>Grünes Zentralbankwesen & Grüne Geldpolitik</i>	54
A. Grünes Zentralbankwesen	55
B. Grüne Geldpolitik	65
§ 4 <i>Die Europäische Zentralbank in der Klimakrise</i>	118
A. Die (prinzipiell) reaktive Strategie der Europäischen Zentralbank	118
B. Vergrünung der Geldpolitik des Eurosystems	125
C. Bisherige (und angekündigte) Maßnahmen zur Vergrünung der Geldpolitik des Eurosystems	130
§ 5 <i>Ergebnisse des ersten Teils in Thesen</i>	135

2. Teil: Der primärrechtliche Rahmen für die Geldpolitik des Eurosystems	137
§ 6 <i>Das politisch unabhängige, supranationale Eurosystem</i>	139
A. ESZB, Eurosystem, EZB – das supranationale Zentralbankensystem	139
B. Politische Unabhängigkeit und Primärrechtsvollzug	141
C. Institutionelle Einsamkeit der EZB	144
D. Fazit	146
§ 7 <i>Das geldpolitische Mandat</i>	148
A. Das geldpolitische Mandat im vertraglichen Kompetenzsystem	149
B. Die beiden Ziele der Geldpolitik als geldpolitisches Mandat	176
§ 8 <i>Vorgaben für die Ausgestaltung der Geldpolitik</i>	203
A. Verhältnismäßigkeit (Art. 5 Abs. 4 EUV)	203
B. Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb	210
C. Gleichbehandlungsgrundsatz i. V. m. Art. 20 GRC	215
D. Grundsatz der Risikovorsorge	217
E. Die Verbotstatbestände des Art. 123 Abs. 1 AEUV	220
F. Querschnittsklauseln	222
§ 9 <i>Ergebnisse des zweiten Teils in Thesen</i>	224
3. Teil: Der primärrechtliche Rahmen für eine Grüne Geldpolitik des Eurosystems	227
§ 10 <i>Der primärrechtliche Rahmen für die verschiedenen Konzeptionen Grüner Geldpolitik</i>	229
A. Für die Berücksichtigung des Klimawandels und der Klimapolitik bei der Inflationssteuerung	229
B. Für die Vergrünung der Geldpolitik des Eurosystems	235
C. Für eine Grüne Kreditpolitik des Eurosystems	239
§ 11 <i>Der primärrechtliche Rahmen für grüne geldpolitische Instrumente</i>	247
A. Refinanzierungsgeschäfte	247
B. Sicherheitenpolitik	254
C. Ankauf von Vermögenswerten	262
D. Mindestreserveverpflichtungen	267
§ 12 <i>Ergebnisse des dritten Teils in Thesen</i>	270

Inhaltsübersicht

XV

Schlussbetrachtung	273
Literaturverzeichnis	277
Sachregister	303

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	IX
Inhaltsübersicht	XIII
Einführung und Gang der Untersuchung	1
1. Teil: Zentralbanken in der Klimakrise	7
§ 1 <i>Die politische Reaktion auf den Klimawandel</i>	9
A. Materielle Vorgaben des Pariser Klimaabkommens	11
I. Eindämmung des Klimawandels, Art. 2.1 a) PA	11
1. Das Temperaturziel	12
2. Umsetzung durch national festgelegte Beiträge	13
II. Anpassung an den Klimawandel, Art. 2.1 b) PA	15
III. Klimafinanzierung, Art. 2.1 c) PA	16
B. Die Ambitions- und Umsetzungskrise	18
C. Fazit	19
§ 2 <i>Der Streit über die reaktive oder proaktive Ausrichtung des Finanzsystems bei der Bekämpfung der Klimakrise</i>	21
A. Der reaktive Ansatz: Angemessener Umgang mit Klimarisiken	22
I. Perspektive: Einfache Wesentlichkeit	22
II. Schlussfolgerung: Klimarisiken sind Finanzrisiken	24
1. Physische Risiken	24
2. Transitorische (und Haftungs-)Risiken	26
3. Kopplungen	28
III. Ziel: Angemessener Umgang mit klimabezogenen Finanzrisiken	28
1. Abbau von Informationsasymmetrien	29
a) Offenlegungspflichten	30
b) Bewertung von Klimarisiken durch Informations- intermediäre	31
2. Verbesserung des Risikomanagements	33

B. Der proaktive Ansatz: Aktive Unterstützung der Wirtschaftstransformation	34
I. Perspektive: Doppelte Wesentlichkeit	34
II. Schlussfolgerung: Herstellung eines positiven Bias	35
1. Gemeinwohlfunktionen des Finanzsystems	35
2. Friktionen beim Prozess der Kapitalreallokation	36
III. Ziel: Aktive Unterstützung der Wirtschaftstransformation	37
1. Klassifikation von Wirtschaftstätigkeiten	38
2. An die Klassifikation anknüpfende Vorgaben und Anreize für Investitionsentscheidungen	40
C. Die (Re-)Politisierung des Finanzsystems	43
I. Ursache: Nichtneutrales Finanzsystem	43
1. Strukturelle Unterbewertung von Klimarisiken durch private Akteure	43
a) Rückwärtsgewandte Betrachtungsweise	43
b) Zeithorizonte	44
c) Fehlende Daten	45
d) Spielräume zur Verharmlosung von Klimarisiken	46
2. Die Fallstricke bei der Beeinflussung der Kapitalallokation durch staatliche Akteure	47
a) Ineffizienz	47
b) Neue Zielkonflikte	48
c) Intransparenz	49
II. Folge: Die makroprudenzielle und politische Gratwanderung	50
1. Fließende Übergänge bei makroprudenziellen Maßnahmen	51
2. Die politische Gratwanderung	52
§3 <i>Grünes Zentralbankwesen & Grüne Geldpolitik</i>	54
A. Grünes Zentralbankwesen	55
I. Die Rolle des NGFS	56
II. Strategische Ausrichtung als nationaler Prozess	59
1. Die Argumentationslinie für einen reaktiven Ansatz	60
2. Die Argumentationslinie für einen proaktiven Ansatz	62
3. Eine politische Frage	64
B. Grüne Geldpolitik	65
I. Das zweistufige Geldsystem	65
II. Geldpolitik im Wandel	67
1. Konventionelle Geldpolitik bis zur Finanzkrise	67
2. Unkonventionelle Geldpolitik von der Finanzkrise bis zur Pandemie	70
a) Systemstabilisierung und Deflationsbekämpfung	71

b)	Instrumente der unkonventionellen Geldpolitik	73
aa)	Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte	73
(1)	Ausweitung des Volumens, des Sicherheiten- materials und der Laufzeiten	73
(2)	Konditionelle Refinanzierungsgeschäfte	74
bb)	Wertpapierankäufe	75
(1)	Ankäufe zur Wiederherstellung von Markt- und Finanzierungsliquidität	76
(2)	Ankäufe zur Senkung des Niveaus der lang- fristigen Zinssätze	78
cc)	Negativzinsen und Forward Guidance	80
3.	Die neue Normalität: Geldpolitik nach der Pandemie	81
a)	Die Rückkehr der Inflation	82
b)	Instrumente der neuen Geldpolitik	86
aa)	Leitzinspolitik im Flursystem	86
bb)	Quantitative Straffung	88
4.	Zwischenergebnis	89
III.	Konzeptionen & Instrumente Grüner Geldpolitik	90
1.	Die reaktive, die bilanzbezogene, und die proaktive Konzeption Grüner Geldpolitik	91
a)	Die reaktive Konzeption: Berücksichtigung des Klima- wandels und der Klimapolitik bei der Inflationssteuerung	91
aa)	Anpassung der Informationsgrundlage	91
bb)	Der Zielkonflikt bei angebotsseitigen Inflations- schocks	93
cc)	Vorschläge zur Anpassung des Politikziels	95
b)	Die bilanzbezogene Konzeption: Vergrünung der Geldpolitik	96
aa)	Schutz der eigenen Bilanz vor klimabezogenen Finanzrisiken	97
bb)	Unterstützung des Übergangs zu einer kohlenstoff- armen Wirtschaft	100
cc)	Abwägungskriterien des NGFS	101
c)	Die proaktive Konzeption: Grüne Kreditpolitik	102
aa)	Begriff der Kreditpolitik	103
bb)	Ziel einer Grünen Kreditpolitik	103
2.	Grüne geldpolitische Instrumente	106
a)	Refinanzierungsgeschäfte	106
aa)	Vergrünung der Refinanzierungsgeschäfte	106
bb)	Refinanzierungsgeschäfte als Instrument Grüner Kreditpolitik	109
b)	Sicherheitenpolitik	109

c) Ankauf von Vermögenswerten	113
aa) Vergrünung der Ankaufprogramme	113
bb) Vermögensankäufe als Instrument Grüner Kredit- politik	115
d) Mindestreserveanforderungen	116
§4 <i>Die Europäische Zentralbank in der Klimakrise</i>	118
A. Die (prinzipiell) reaktive Strategie der Europäischen Zentralbank	118
I. Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in der geldpolitischen Strategie 2021	119
II. Klimaagenda 2022	120
III. SSM-Aufsichtsprioritäten für die Jahre 2024–2026	122
IV. Klima- und Umweltplan 2024–2025	123
V. Geldpolitische Strategieüberprüfung 2025	124
B. Vergrünung der Geldpolitik des Eurosystems	125
I. Erläuterung zu sekundären Zielen in der geldpolitischen Strategie (2021)	126
II. Hintergrund-Studie zur geldpolitischen Strategie (2021)	127
III. Prinzipien für die Umsetzung der Geldpolitik unter dem neuen Handlungsrahmen (2024)	128
IV. Hintergrund-Studie zur geldpolitischen Strategie (2025)	129
C. Bisherige (und angekündigte) Maßnahmen zur Vergrünung der Geldpolitik des Eurosystems	130
I. Im Bereich der Sicherheitenpolitik	130
1. Erweiterung des Sicherheitenrahmens für SLBs	130
2. Einführung des CSR-RL bezogenen Zulassungskriteriums	131
3. Einführung des Klimafaktors	132
II. Anpassungen des CSPP und PEPP	133
§5 <i>Ergebnisse des ersten Teils in Thesen</i>	135
2. Teil: Der primärrechtliche Rahmen für die Geldpolitik des Eurosystems	137
§6 <i>Das politisch unabhängige, supranationale Eurosystem</i>	139
A. EZSB, Eurosystem, EZB – das supranationale Zentralbankensystem	139
B. Politische Unabhängigkeit und Primärrechtsvollzug	141
I. Primärrechtliche Vorkehrungen zur Sicherung der Unabhängigkeit	141
II. Primärrechtsvollzug zur Stärkung der Unabhängigkeit	142

C. Institutionelle Einsamkeit der EZB	144
D. Fazit	146
§ 7 <i>Das geldpolitische Mandat</i>	148
A. Das geldpolitische Mandat im vertraglichen Kompetenzsystem . .	149
I. Das Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung	149
1. Das Erfordernis einer tauglichen Rechtsgrundlage (Art. 5 Abs. 2 S. 1 EUV)	150
2. Keine Mandatsbegrenzung durch einen wirtschafts- politischen domaine réserve der Mitgliedstaaten (Art. 2 Abs. 6 AEUV)	151
a) Das Verhältnis des Kompetenzkatalogs zum Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung	151
b) Abgrenzung der Währungs- von der Wirtschaftspolitik – der Ansatz des BVerfG	154
aa) Prämisse: Substitution der fehlenden politischen Kontrolle durch strenge gerichtliche Kontrolle . . .	155
bb) Umsetzung: Negativabgrenzung der Geld- bzw. Währungspolitik von der Wirtschaftspolitik	158
3. Keine Mandatsbegrenzung durch ein unionsverfassungs- rechtliches Demokratieprinzip	160
II. Spielräume bei der Kompetenzwahrnehmung – das geldpolitische Ermessen	163
1. Primärrechtliche Gestaltungsspielräume bei der Festlegung der Geldpolitik	163
a) Der offene Geldpolitikbegriff	163
aa) Konturierung des Begriffs durch Ziele und Instrumente	164
bb) Konturierung des Begriffs anhand materieller Kriterien	165
cc) Eigene Begriffsdefinition	167
b) Das instrumentelle Auswahlermessen	167
c) Die Befugnis zur Festlegung von geldpolitischen Zwischenzielen	168
2. Ermessen & Beurteilungsspielräume bei einzelnen geldpolitischen Maßnahmen	169
a) Rechtfertigung durch den prognostischen Charakter der zu treffenden Entscheidungen	169
b) Gerichtliche Kontrolle der Begründung	170

III. Fazit	173
1. Rückschlüsse für die Herangehensweise an das geldpolitische Mandat	173
2. Rückschlüsse für die gerichtliche Kontrolle einzelner geldpolitischer Maßnahmen	174
B. Die beiden Ziele der Geldpolitik als geldpolitisches Mandat	176
I. Das vorrangige Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität	177
1. Der Begriff der Preisstabilität	177
2. Handlungspflicht zur Sicherung der Binnenkaufkraft	179
II. Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Union	180
1. Entstehungsgeschichte & langjährige Negierung in der Praxis	181
a) Die Handhabung des § 12 S. 1 BBankG a. F.	181
b) Die Verhandlungen zum Maastrichter Vertrag	183
c) Langjährige Negierung in der Praxis	184
2. Die zwei Funktionen der Unterstützungsklausel	186
a) Kohärenzgebot	187
b) Eigenständiges Politikziel	189
c) Zwischenergebnis	191
3. Inhaltliche Reichweite der Unterstützungsklausel	192
a) Anknüpfung an vorausgehende politische Entscheidungen mit wirtschaftlicher Dimension	192
b) Auswahlermessen des unabhängigen EZB-Rates	193
aa) Auswahlermessen als Problem der Legitimität – nicht der Legalität	194
bb) Abhilfe durch Kooperation mit dem Ecofin-Rat	195
(1) Mittels der Grundzüge der Wirtschaftspolitik nach Art. 121 Abs. 2 AEUV	197
(2) Mittels Antrag zur Beratung nach Art. 284 AEUV	198
(3) Das Problem der differenzierten Integration bei der Politikkoordinierung	199
c) Begrenzung durch den Vorrang der Preisstabilitätssicherung	200
III. Zwischenergebnis	201
§ 8 Vorgaben für die Ausgestaltung der Geldpolitik	203
A. Verhältnismäßigkeit (Art. 5 Abs. 4 EUV)	203
I. Der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz als allgemeine Handlungsschranke für die Unionsorgane	204
II. Der Verhältnismäßigkeitstest des EuGH in den Rs. Gauweiler & Weiss	207
III. Begrenzter Mehrwert als geldpolitische Auswogenheitsvorgabe	208

B.	Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb	210
I.	Kein Verbot interventionistischer Maßnahmen	211
II.	Prinzipieller Vorrang marktwirtschaftlicher Steuerungsinstrumente	213
III.	Zwischenergebnis	214
C.	Gleichbehandlungsgrundsatz i. V. m. Art. 20 GRC	215
D.	Grundsatz der Risikoversorge	217
E.	Die Verbotstatbestände des Art. 123 Abs. 1 AEUV	220
F.	Querschnittsklauseln	222
§ 9	<i>Ergebnisse des zweiten Teils in Thesen</i>	224
3.	Teil: Der primärrechtliche Rahmen für eine Grüne Geldpolitik des Eurosystems	227
§ 10	<i>Der primärrechtliche Rahmen für die verschiedenen Konzeptionen Grüner Geldpolitik</i>	229
A.	Für die Berücksichtigung des Klimawandels und der Klimapolitik bei der Inflationssteuerung	229
I.	Pflicht zur Anpassung der Informationsgrundlage	230
II.	Spielraum bei angebotsseitigen Inflationsschocks	231
III.	Grenzen für die Anpassung des Politikziels	233
B.	Für die Vergrünung der Geldpolitik des Eurosystems	235
I.	Pflicht zum Schutz der eigenen Bilanz vor klimabezogenen Finanzrisiken	237
II.	Pflicht zur Unterstützung des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft	238
C.	Für eine Grüne Kreditpolitik des Eurosystems	239
I.	Geld-, Kredit- und Umweltpolitik	240
II.	Beitrag zu langfristiger Preis- und Finanzstabilität	242
1.	Sicherung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus als Ziel der Geldpolitik	242
2.	Sicherung der geldpolitischen Vorbedingungen als tragfähige Analogie?	243
III.	Beitrag zur geldpolitischen Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik	244

§ 11 <i>Der primärrechtliche Rahmen für grüne geldpolitische Instrumente</i>	247
A. Refinanzierungsgeschäfte	247
I. Vergrünung der Refinanzierungsgeschäfte	248
1. Abhängigkeit des Zinses von der Kreditvergabepraxis – Grüne GLRG	248
2. Abhängigkeit des Zinses von den hinterlegten Sicherheiten	251
3. Klimabezogene Zulassungskriterien für geldpolitische Geschäfte	252
II. Refinanzierungsgeschäfte als Instrument Grüner Kreditpolitik	252
B. Sicherheitenpolitik	254
I. Primärrechtlicher Rahmen für die Vorschläge des NGFS	255
II. Rechtmäßigkeit der bisherigen Maßnahmen des Eurosystems	258
1. Erweiterung des Sicherheitenrahmes für SLBs	258
2. Das CSR-RL bezogene Zulassungskriterium	259
3. Einführung des Klimafaktors	260
C. Ankauf von Vermögenswerten	262
I. Vergrünung der Ankaufprogramme	263
1. Portfolioumschichtung – Grünes CSPP	263
2. Gezielter Ausschluss von Vermögenswerten	265
II. Vermögensankäufe als Instrument Grüner Kreditpolitik	266
D. Mindestreserveverpflichtungen	267
§ 12 <i>Ergebnisse des dritten Teils in Thesen</i>	270
Schlussbetrachtung	273
Literaturverzeichnis	277
Sachregister	303

Einführung und Gang der Untersuchung

Dass der Klimawandel die Herausforderung des 21. Jahrhunderts ist, kann niemand mehr ernsthaft bestreiten.¹ Dass die Zentralbanken ihn mit Hilfe ihrer Geldpolitik bekämpfen sollten, hingegen schon. In den letzten Jahren ist eine lebhafte Diskussion darüber entbrannt, welche Rolle die Geldpolitik angesichts des fortschreitenden Klimawandels spielen sollte. Es besteht zwar ein breiter Konsens darüber, dass die Auswirkungen des physischen Klimawandels und die Folgen klimapolitischer Entscheidungen bei geldpolitischen Entscheidungen angemessen zu berücksichtigen sind, soweit dies zur Erfüllung des geldpolitischen Mandats erforderlich ist. Universelles Ziel der Geldpolitik ist es, die Kaufkraft der nationalen Währung zu sichern.² Seit der Finanzkrise 2008 ist mit der Stabilisierung des Finanzsystems eine weitere wichtige Aufgabe für die meisten Zentralbanken hinzugekommen.³ Mit Blick auf den Klimawandel und die Klimapolitik gilt es daher, mögliche Risiken für die Preis- und Finanzstabilität möglichst umfassend und frühzeitig zu berücksichtigen.⁴ Auf umstrittenes Terrain begibt man sich hingegen, wenn man für den Einsatz der Geldpolitik als Instrument der Klimapolitik plädiert und zum Beispiel vergünstigte Zinssätze für Erneuerbare Energien fordert.⁵ Kritiker weisen vehement darauf hin, dass es nicht Aufgabe der Zentralbanken sei, politische Entscheidungen zu korrigieren oder zu ersetzen.⁶ Vielmehr

¹ „Climate change is a threat to human well-being and planetary health (*very high confidence*). There is a rapidly closing window of opportunity to secure a liveable and sustainable future for all (*very high confidence*). [...] The choices and actions implemented in this decade will have impacts now and for thousands of years (*high confidence*).“ IPCC, Climate Change 2023: Synthesis Report, C.1.

² Thiele, Das Mandat der EZB und die Krise des Euro, 2013, 25 m. w. N. in Fn. 11.

³ Thiele, Die Europäische Zentralbank, 2. Aufl. 2022, 11 ff.

⁴ Grundlegend *Carmey*, Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability, Speech given at Lloyd’s, London, 29.09.2015, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf>; *Cœuré*, Monetary policy and climate change, Speech at a conference on „Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks“, organised by the Network for Greening the Financial System, the Deutsche Bundesbank and the Council on Economic Policies, Berlin, 08.11.2018., <https://www.bis.org/review/r181109f.htm>.

⁵ Grundlegend *Volz*, On the Role of Central Banks in Enhancing Green Finance, UNEP Inquiry Working Paper No. 1, February 2017.

⁶ So etwa *Weidmann*, Welche Rolle sollten Notenbanken im Kampf gegen den Klimawandel spielen? Ansprache anlässlich der ILF-Online-Konferenz „Green Banking and

sollten sich Zentralbanken auf ihre Kernaufgaben konzentrieren und dafür sorgen, dass die Preise – unverzerrt durch Bewegungen des allgemeinen Preisniveaus und politisch motivierter Interventionen – die relative Knappheit von Gütern widerspiegeln und so die gesamtwirtschaftlichen Ressourcen in die bestmögliche Verwendung lenken.⁷

Gleichwohl hat sich der EZB-Rat im Rahmen der geldpolitischen Strategieüberprüfung im Juli 2021 dazu bekannt, Klimaschutzaspekte stärker in den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems zu integrieren,⁸ und dies zuletzt im Anschluss an die Überprüfung ebendieses Handlungsrahmens im März 2024 bekräftigt.⁹ Im Oktober 2022 begann das Eurosystem zudem damit, die bis dahin im Rahmen des CSPP und des PSPP erworbenen Portfolios von Unternehmensanleihen zugunsten umweltfreundlicherer Unternehmen umzuschichten.¹⁰ Konkret wurden Gelder, die durch die Rückzahlung einzelner Anleihen frei wurden, unter Berücksichtigung bestimmter Klimaindikatoren in neue Anleihen reinvestiert.

Betreibt das Eurosystem damit „aktiv Klimaschutzpolitik“ in Form einer „Grünen Geldpolitik“?¹¹ Nach Ansicht von EZB-Direktoriumsmitglied *Isabel Schnabel* ist die Antwort auf diese Frage ein Nein:

„Ich würde nicht von ‚Grüner Geldpolitik‘ sprechen, das klingt so, als ob das primäre Ziel unserer Geldpolitik der Klimaschutz wäre. Wir haben vielmehr festgestellt, dass wir in unserem Portfolio von Unternehmensanleihen eine erhebliche Verzerrung in Richtung energieintensiver Unternehmen haben. Um dem entgegenzuwirken, berücksichtigen wir nun Klimakriterien bei der Wiederanlage von Geldern aus fällig werdenden Anleihen.“¹²

Was aber, wenn nicht die Umschichtung eines Portfolios von Unternehmensanleihen zugunsten klimafreundlicherer Emittenten, soll Grüne Geldpolitik

Green Central Banking: What are the right concepts?“ Frankfurt am Main, 25.01.2021, <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/welche-rolle-sollten-notenbanken-im-kampf-gegen-den-klimawandel-spielen-857122#nb1>.

⁷ Vgl. statt aller nur *Fuest/Grüner/Wieland*, Europäische Zentralbank auf grünen Abwegen, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 15.05.2021.

⁸ *Europäische Zentralbank*, EZB präsentiert Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie, Pressemitteilung vom 08.07.2021, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.de.html.

⁹ *Europäische Zentralbank*, Erklärung des EZB-Rats, Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen, Pressemitteilung vom 13.03.2024, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240313~807e240020.de.html>.

¹⁰ *Europäische Zentralbank*, EZB unternimmt weitere Schritte, um Klimaschutz stärker in ihre geldpolitischen Geschäfte einzubeziehen, Pressemitteilung vom 04.07.2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704~4f48a72462.de.html>.

¹¹ So jedenfalls die Auffassung von *Dietz*, 25 Jahre Euro – Was kann und soll die EZB leisten?, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 26.08.2024.

¹² So im Interview mit *Braunberger/Siedenbiedel*, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 24.12.2022.

sein? Vor diesem Hintergrund gilt es zunächst einmal zu klären, was unter Grüner Geldpolitik überhaupt zu verstehen ist. Welche unterschiedlichen Konzepte gibt es für eine Grüne Geldpolitik? Welche Prämissen werden verfolgt? Wie kann Grüne Geldpolitik im Einzelfall umgesetzt werden? Welche Hindernisse gibt es? In der Rechtswissenschaft ist das Thema Grüne Geldpolitik zwar bereits aus verschiedenen Perspektiven diskutiert worden.¹³ Die grundlegenden Veränderungen, die sich in den letzten Jahren im Bereich der Geldpolitik vollzogen haben,¹⁴ und deren weitreichende Rück- und Wechselwirkungen auf den Bereich der Grünen Geldpolitik sind jedoch noch nicht umfassend untersucht worden.¹⁵

Darauf aufbauend ist es Ziel dieser Arbeit, herauszufinden, ob und inwieweit eine Grüne Geldpolitik vom primärrechtlichen Mandat des Eurosystems umfasst ist und – sollte dies bejaht werden können – wie sie im Rahmen des geltenden Primärrechts ausgestaltet werden darf. Denn anders als in den

¹³ Chronologisch, ohne Anspruch auf Vollständigkeit, im Hinblick auf die Geldpolitik des Eurosystems: *Fischer*, in: Beekhoven van den Boezem/Jansen/Schuijling (Hrsg.), *Sustainability and financial markets*, 2019, 163 ff.; *Solana*, EBLR 30 (2019), 547 ff.; *Várbelyi*, in: Europäische Zentralbank (Hrsg.), *ESCB Legal Conference*, 2020, 144 ff.; *Nees*, EuR 2021, 119 ff.; *van Tilburg/Simic*, *Legally Green, Sustainable Finance Lab Policy Paper*, July 2021; *Zilioli/Ioannidis*, *EuZW* 2021, 1061 ff.; *Kaufhold*, in: Kahl/Mager (Hrsg.), *Verwaltungsaufgaben und Legitimation der Verwaltung*, 2022, 135 ff.; *Steinbach*, *CML Rev.* 59 (2022), 329 ff.; *Zilioli/Ioannidis*, *CML Rev.* 59 (2022), 363 ff.; *Dietz*, *CML Rev.* 59 (2022), 395 ff.; *Dietz*, *EuR* 2022, 443 ff.; *Heynen*, *MJ* 29 (2022), 667 ff.; *Colli/van der Sluis*, *How to turn a supertanker*, *Working on Europe Paper Series No. 1*, 2022; *Klooster/Boer*, *JCMS* 61 (2023), 730 ff.; *Wutscher*, *ÖZW* 2023, 2 ff.; *Scouteris/Anastopoulou*, in: Ramos Muñoz/Smoleńska (Hrsg.), *Greening the Bond Market*, 2023, 253 ff.; *Hlásková Murphy*, in: Ramos Muñoz/Smoleńska (Hrsg.), *Greening the Bond Market*, 2023, 295 ff.; *M. Mayer/Schürger*, in: Böffel/Schürger (Hrsg.), *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union*, 2023, 295 ff.; *Calliess/Tunzel*, *GLJ* 24 (2023), 796 ff.; *Walter*, *ZfU* 2023, 235 ff.; *Thiele*, in: Europäische Zentralbank (Hrsg.), *ECB Legal Conference*, 2023, 28 ff.; *Habereder*, *Klimaschutz ultra vires?*, 2023; *Smits*, in: Smits (Hrsg.), *Sustainable Finance and Climate Change*, 2024, 131 ff.; *Solana/Goldoni*, *ELO* 3 (2024), 7 ff.; *Lastra/Dietz*, *MJ* 30 (2024), 377 ff.; *Mooij*, *E. L. Rev.* 49 (2024), 392 ff.; *Smoleńska/A.-M. Weber/Opoka*, *E. L. Rev.* 49 (2024), 319 ff.; *Braunack*, *EuZW* 2024, 741 ff.; aus vergleichender Perspektive etwa *Skinner*, *Vand. L. Rev.* 74 (2021), 1301 ff.; eher aus der Perspektive einer allgemeinen Staatslehre *Lastra/Skinner*, *Va. J. Int'l L.* 61 (2023), 397 ff.

¹⁴ Nachdem etwa die Geldpolitik des Eurosystems in der vergangenen Dekade zweimal in großem Umfang das europäische Finanzsystem stabilisieren und über einen längeren Zeitraum in einem deflationären Umfeld an der effektiven Zinsuntergrenze operieren musste (umfassend *Obler*, *Unkonventionelle Geldpolitik*, 2021), steht nun wieder die Leitzinspolitik zur Inflationsbekämpfung im Mittelpunkt. Nachdem die Zentralbankbilanz in diesem Zusammenhang deutlich ausgeweitet wurde, wird sie nun aktiv gestrafft; *Quantitative Tightening* statt *Quantitative Easing* steht nun auf der geldpolitischen Agenda der meisten Zentralbanken. Näher dazu § 3 B. II.

¹⁵ „[F]urther work may be needed to better understand how to best integrate climate considerations into monetary policy operations during periods when interest rates are above the ZLB [Zero Lower Bound = effektive Zinsuntergrenze G. L.].“ *NGFS*, *Adapting central bank operations to a hotter world*, July 2024, 6.

meisten Währungsräumen wird über den Rechtsrahmen der Geldpolitik nicht nur wissenschaftlich, sondern auch vor Gericht gestritten. So sorgte das PSPP-Urteil des Bundesverfassungsgerichts¹⁶ im Jahr 2020 weltweit für Aufsehen, weil es eine geldpolitische Maßnahme des Eurosystems¹⁷ (vorläufig) für rechtswidrig erklärte,¹⁸ obwohl der Europäische Gerichtshof (EuGH) dasselbe Programm rund 17 Monate zuvor für rechtmäßig befunden hatte.¹⁹ Was das geldpolitische Mandat des Eurosystems umfasst und wie die Geldpolitik innerhalb des primärrechtlichen Rahmens ausgestaltet werden darf, ist daher nicht nur in der Rechtswissenschaft, sondern auch innerhalb des europäischen Verfassungsgerichtsverbands²⁰ höchst umstritten.²¹ Insofern sind nach dem PSPP-Urteil des Bundesverfassungsgerichts im europäischen Währungsprimärrecht mehr Fragen aufgeworfen als durch die Rechtsprechung beantwortet.²²

Durch die skizzierten Problemstellungen ist der Gang der nachfolgenden Untersuchung im Wesentlichen vorgezeichnet. So widmet sich der erste Teil vertieft der Rolle der Zentralbanken in der Klimakrise. Ausgangspunkt bildet die politische Reaktion der Staatengemeinschaft auf den Klimawandel, die anhand des geltenden Klimavölkerrechts herausgearbeitet wird (§1). Da man sich völkerrechtlich nicht nur darauf geeinigt hat, den Klimawandel einzudämmen und sich an seine Folgen anzupassen, sondern auch darauf, die Finanzströme mit diesen beiden Zielen in Einklang zu bringen, es hierzu aber keine näheren völkerrechtlichen Vorgaben oder Absichtserklärungen gibt, widmet sich §2 dem Streit um die Neuausrichtung des Finanzsystems in der Klimakrise: Während es die einen für ausreichend halten, dass private Akteure im Finanzsystem die sie betreffenden Klimarisiken angemessen berücksichtigen (reaktiver Ansatz), plädieren andere dafür, dass das Finanzsystem darüber hinaus einen aktiveren Beitrag zur Transformation hin zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft leisten sollte (proaktiver Ansatz). §3 knüpft daran an und behandelt zunächst unter dem Schlagwort des Grünen Zentralbankwesens die unterschiedlichen Vorstellungen darüber, ob Zentralbanken in der Klimakrise eher auf die Folgen des Klimawandels und die makroökonomi-

¹⁶ Siehe zum Bundesverfassungsgericht im politischen System unter dem Grundgesetz *Thiele*, Machtfaktor Karlsruhe, 2025.

¹⁷ 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), ABl. L 121, S. 20 in der durch den Beschluss (EU) 2017/100 der Europäischen Zentralbank vom 11. Januar 2017 (ABl. 2017 L 16, S. 51) geänderten Fassung.

¹⁸ BVerfGE 154, 17, 127 – PSPP-Programm der EZB [2020].

¹⁹ EuGH, Urteil vom 11.12.2018, Rs. C-493/17 (Weiss u. a.).

²⁰ Begriffsprägend *Voßkuhle*, NVwZ 2010, 1 ff.

²¹ *Dietz*, EuZW 2019, 925 ff.

²² *Ohler*, WuB 2020, 416, 418f.; *Thiele*, Die Europäische Zentralbank, 2. Aufl. 2022, 176 ff.

schen Auswirkungen der Klimapolitik reagieren oder darüber hinaus proaktiv zur Erreichung der Pariser Klimaziele tätig werden sollten. Darauf aufbauend können die unterschiedlichen Annahmen und Prämissen aufgezeigt werden, die sich hinter den drei verschiedenen Konzeptionen Grüner Geldpolitik verbergen und die sich in der konkreten Ausgestaltung einzelner grüner geldpolitischer Instrumente widerspiegeln. Abgerundet wird der erste Teil durch eine Einordnung des bisherigen Vorgehens der Europäischen Zentralbank und eine Untersuchung, welchen Konzepten Grüner Geldpolitik das Eurosystem in seiner geldpolitischen Praxis folgt und welche konkreten Maßnahmen es bisher umgesetzt bzw. angekündigt hat (§4).

Der zweite Teil bildet sodann die Schnittstelle zur Beantwortung der Frage, ob und inwieweit eine Grüne Geldpolitik vom primärrechtlichen Mandat des Eurosystems gedeckt ist und wie sie gegebenenfalls im Rahmen des geltenden Primärrechts ausgestaltet werden darf. Es wird der primärrechtliche Rahmen für die Geldpolitik des Eurosystems herausgearbeitet, an dem im dritten Teil die drei unterschiedlichen Konzeptionen einer Grünen Geldpolitik, die denkbaren Instrumente einer Grünen Geldpolitik und die bisherigen Entscheidungen des Eurosystems gemessen werden. Dafür wird zunächst in §6 auf die Besonderheit eingegangen, dass die Geldpolitik von einem politisch unabhängigen, supranationalen Zentralbanksystem festgelegt und durchgeführt wird. Anschließend wird das geldpolitische Mandat des Eurosystems untersucht, und zwar zunächst im Hinblick auf die primärrechtliche Kompetenzsystematik und sodann hinsichtlich seines materiellen Kerns (§7). Dabei wird insbesondere auf die Auslegung des geldpolitischen Mandats durch das Bundesverfassungsgericht und den EuGH eingegangen, es erfolgt aber keine umfassende Aufarbeitung der besonderen prozessualen Konstellation (Vorabentscheidungsverfahren und Ultra-vires-Kontrolle) und der sonstigen Fernwirkungen des PSPP-Urteils.²³ Im folgenden §8 werden die primärrechtlichen Vorgaben für die Ausgestaltung der Geldpolitik in den Blick genommen.

²³ Siehe zum Vorabentscheidungsmechanismus als Mittel der Rechtskonkretisierung bzw. -fortbildung umfassend und kritisch *Buchheim*, AöR 148 (2023), 521 ff. Monographisch zur Ultra-vires-Kontrolle jüngst *Pracht*, Residualkompetenzen des Bundesverfassungsgerichts, 2022. Der integrationspolitische Schaden des Ultra-vires-Verdikts – der Applaus von der „falschen Seite“ (Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 7 października 2021 r. sygn. akt K 3/21, Dz.U. 2021 poz. 1852 [= Urteil des Verfassungsgerichtshofs vom 07.10.2021, Az 47/15, Polnisches Gesetzblatt 2021, Pos. 1077]) – und die dahingehende Verantwortung des Bundesverfassungsgerichts wird unterschiedlich beurteilt und soll hier nicht näher beleuchtet werden. Siehe dazu einerseits *F. C. Mayer*, EuConst 16 (2020), 733, 761 f. und andererseits *Vofskuhle*, Europa, Demokratie, Verfassungsgerichte, 2021, 334 ff. sowie vermittelnd *Thiele*, Wer Karlsruhe mit Warschau gleichsetzt, irrt sich gewaltig, VerfBlog, 2021/10/10.

Aufbauend auf den Vorarbeiten im ersten und zweiten Teil wird umfassend geklärt, ob und inwieweit die drei unterschiedlichen Konzeptionen Grüner Geldpolitik vom geldpolitischen Mandat des Eurosystems getragen werden (§ 10) und wie die verschiedenen Instrumente einer Grünen Geldpolitik primärrechtskonform ausgestaltet werden könnten (§ 11). In diesem Zusammenhang werden auch die bisherigen Beschlüsse des EZB-Rates zu den Anpassungen im Bereich der Sicherheitenpolitik sowie zur Umschichtung des Portfolios an Unternehmensanleihen auf ihre Kompatibilität mit dem Primärrecht überprüft.

1. Teil

ZENTRALBANKEN IN DER KLIMAKRISE

§1 Die politische Reaktion auf den Klimawandel

Die Erde hat sich durch den Einfluss des Menschen erwärmt.¹ Diese Entwicklung lässt sich im Wesentlichen auf den – durch den Menschen verstärkten – Treibhauseffekt zurückführen.² Vor diesem Hintergrund mündete bereits im Jahre 1989 eine von der Weltmeteorologischen Organisation (WMO) einberufene Konferenz in eine Abschlusserklärung, die folgende drastische Worte beinhaltete:

„Humanity is conducting an unintended, uncontrolled, globally pervasive experiment whose ultimate consequences could be second only to a global nuclear war.“³

Noch im gleichen Jahr beschloss die Generalversammlung der Vereinten Nationen das Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)⁴ einzurichten, das von ihrem Umweltprogramm (UNEP) und der WMO getragen wird.⁵ Dazu mandatiert, den wissenschaftlichen Forschungsstand über den Klimawandel aufzuarbeiten und in verständlicher Weise zusammenzufassen, richtet das IPCC zwar ausdrücklich keine Handlungsempfehlungen an Politiker, der durch ihre Veröffentlichungen erzeugte Handlungsdruck führt de facto jedoch bis heute zu einem engen Zusammenspiel von Klimawissenschaften und Politik.⁶ So fasste die Generalversammlung der Vereinten Nationen nach der Veröffentlichung des ersten Sachstandsberichts (Assessment Report) des IPCC noch im selben Jahr (1990) den Beschluss, die Verhandlungen für eine Klimarahmenkonvention durch Einsetzung eines Intergovernmental Negotiating Committee (INC) aufzunehmen und bis zur UN-Konferenz zu Umwelt und Entwicklung im Juni 1992 in Rio de Janeiro abzuschließen.⁷

¹ „It is unequivocal that human influence has warmed the atmosphere, ocean and land.“ *IPCC, Climate Change 2021: The Physical Science Basis, A.1.*

² Bildlich dargestellt in *IPCC, The 1992 IPCC Supplement, 7.*

³ *World Meteorological Organization, The Changing atmosphere, 1989, 292.*

⁴ Zwischenstaatlicher Ausschuss für Klimaänderungen, oft auch Weltklimarat genannt. Siehe *Bolle, Das Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), 2012, 3.*

⁵ UNGA Res. 43/53 v. 06.12.1988.

⁶ Zu weit geht jedoch die Behauptung, dass es sich dabei um ein Gremium handelt, „in dem zentrale Fragen der Menschheit jenseits einer eigentlich politischen Auseinandersetzung durch Experten gelöst werden sollen.“ So aber *Wischmeyer*, in: Kahl (Hrsg.), *Nachhaltigkeit durch Organisation und Verfahren, 2016, 271.*

⁷ UNGA Res. 45/212 v. 21.12.1990, Abschnitt 1 ff.; 7.

Das am 9. Mai 1992 geschlossene Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaveränderungen (UNFCCC) bildet den Grundstein und das Zentrum des Klimaschutzregimes im Umweltvölkerrecht, dem mittlerweile 195 Vertragsparteien angehören. Unter ihrem Dach stehen das Kyoto-Protokoll und das Pariser Abkommen (PA), die das Regime fortentwickeln und ergänzen, wobei ersteres keine Rolle mehr spielt.⁸ Das aktuelle Klimaschutzregime besteht daher aus dem UNFCCC und dem Pariser Abkommen sowie aus den von den errichteten Organen verabschiedeten Dokumenten.⁹ Hinzu kommen völkergewohnheitsrechtliche Prinzipien wie die Verpflichtung, aus Aktivitäten auf dem eigenen Staatsgebiet keinen Schaden für andere Staaten entstehen zu lassen („no harm rule“), sowie eine allgemeine Kooperationspflicht zur Bekämpfung des Klimawandels. Darüber hinaus gibt es menschenrechtliche Verpflichtungen, aus denen sich ein Recht auf eine saubere, gesunde und nachhaltige Umwelt ableiten lässt.¹⁰ Oberstes Entscheidungsorgan ist die Vertragsstaatenkonferenz (COP), die die Umsetzung der UNFCCC und die auf ihrer Grundlage erlassenen Instrumente überwachen soll (Art. 7 Abs. 2 S. 1 UNFCCC). Zugleich dient sie nach Art. 16 Abs. 1 PA als Tagung der Vertragsparteien des Pariser Abkommens (CMA). Ihre Sitzungen sind nicht nur von herausragender Bedeutung für die Fortentwicklung der globalen Klimapolitik,¹¹ sondern auch für die Fortentwicklung des völkerrechtlichen Klimaschutzregimes.¹² Denn sowohl die UNFCCC als auch das Pariser Abkommen delegieren die prozedurale und institutionelle Ausgestaltung einiger Regelungen, mithin die Operationalisierung der Verträge an die COP/CMA. Ihre Entscheidungen begründen zwar keine unmittelbaren völkerrechtlichen Rechte und Pflichten, ihre politische Bindungswirkung ist indes sehr hoch, man spricht daher von „soft law“.¹³

⁸ Zum Scheitern des Kyoto-Protokolls *Kreuter-Kirchhof*, DVBl 2017, 97.

⁹ Vgl. *Stoll/Krüger*, in: Proelß (Hrsg.), Internationales Umweltrecht, 2. Aufl. 2022, Neunter Abschnitt Rn. 83; sowie *Bolle*, Das Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), 2012, 43.

¹⁰ Siehe hierzu IGH, Gutachten vom 23.07.2025 (Obligations of States in Respect of Climate Change) = BeckRS 2025, 19080. Eine umfassende Aufarbeitung würde jedoch über den hiesigen Rahmen hinausgehen. Daher beschränkt sich der folgende Abschnitt auf das Pariser Abkommen.

¹¹ Art. 7 Abs. 4 S. 2 UNFCCC verpflichtet die Vertragsstaaten zu jährlichen Tagungen, sofern nicht die COP etwas anderes beschließt. Einen Überblick über den Verlauf der Tagungen geben etwa *Stoll/Krüger*, in: Proelß (Hrsg.), Internationales Umweltrecht, 2. Aufl. 2022, Neunter Abschnitt Rn. 44.

¹² „In der Gesamtschau präsentieren sich die COP als Hybrid zwischen dem hergebrachten Modell bereichsspezifischer diplomatischer Konferenzen und den verstetigten Plenarorganen internationaler Organisationen.“ *Boysen*, AVR 50 (2012), 377, 399.

¹³ *Prietz*, Weiches Recht und normative Härtung, 2023, 51 f.

Sachregister

- Abgrenzung Wirtschafts- und Währungspolitik 151, 153–154, 158, 160, 173, 194, 206, 240
 - Kriterien des BVerfG 159
 - mittelbare Auswirkungen 188, 236
- Accountability 14, 49, 172, 190, 195, 219, 231
- Aktiv-Mindestreservesystem 116, 268
- Aligning collateral pools 111
- Ambitionslücke* 18
- An Nachhaltigkeitsziele gebundene Anleihen (sustainability-linked bonds) 130, 258
- Anbindung der Geschäftsbanken an die Zentralbank 116
- Angebotsschocks 25, 82, 92, 94
- Angebotsseitige Inflationsschocks 84
 - Spielraum bei 231–232
 - Zielkonflikt bei 93–94, 233
- Anleihekäufe 76, 78, 113, 221, 262, 266
 - Nettoerwerb 134
 - Reinvestition der Tilgungsbeträge 134
- Anpassung an den Klimawandel 15
- Antrag zur Beratung 182, 198, 200, 246, 253
- Asset Purchase Programme (APP) 134
- Asymmetrie der WWU 145–146, 155
- Aufsichtsrecht 21, 23, 30, 33, 88
- Ausschließliche Zuständigkeit 140, 152
- Auswirkungen des Klimawandels, *siehe* physische Risiken
- Bank of England 56, 88
- Bankenaufsicht im Rahmen des SSM 118, 125
 - Aufsichtsprioritäten 122
- Banking Book Taxonomy Alignment Ratio 250, 268
- Banque de France 56, 102
- Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht 31, 57, 59
- Berichtspflichten, *siehe* Offenlegungspflichten
- Bilanzbezogene* Konzeption Grüner Geldpolitik, *siehe* Vergrünung der Geldpolitik (greening monetary policy)
- Biodiversitätsverlust 125
- Brown penalising factor 42, 47
- Brückentheorie 149
- Budgetansatz 12, 26
- Bundesverfassungsgericht 4–5, 137, 148, 154–155, 157–159, 189, 204, 209, 237, 267
- Carbon Bias 248
- CO₂-Preis 26, 60, 63, 93
- CO₂-Steuer, *siehe* CO₂-reis
- Competence creep 64, 97, 150, 205
- Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) 129, 133–134, 160, 263–265
- Covid-19-Pandemie 28, 81
- Credit allocation, *siehe* Kreditpolitik (credit policy)
- CSPP-Änderungsbeschluss 264–265
- CSR-RL 131, 252, 259
- Datenlücke (data gap) 45
- Deflationsbekämpfung 71–72, 89, 248
- Delors-Bericht 183
- Demokratiedefizit 49, 61, 160
- Demokratische Legitimation 155
 - der Verwaltung 162
 - Niveau 162

- Deutsche Bundesbank 56, 168, 181–183, 191, 246
 – Zusammenarbeit mit der Bundesregierung 182
- Devisengeschäfte 164
- Direkte Inflationssteuerung (inflation targeting) 67, 72, 93, 177, 230, 234
 – mittelfristiger Zeithorizont 232
- Direktorium der Europäischen Zentralbank 140–141
- Doppelte Wesentlichkeit 34, 62, 121
- Double materiality, *siehe* doppelte Wesentlichkeit
- Eesti Pank 117
- Effektive Zinsuntergrenze 70, 78, 81
- Eindämmung des Klimawandels 11–12
- Einfache Wesentlichkeit 22
- Eligibility premium 100, 112, 255, 257
- Energiepreise 83
- Epistemische Macht 172
- Epistemologischer Bruch 43
- Erwartungskanal 78
- ESG 21
- EuGH 5
- Eurogruppe 146, 199–200
- Europäische Investitionsbank (EIB) 253–254, 266
- Europäische System der Zentralbanken (ESZB) 139
- Europäischer Grüner Deal 238
- Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) 160
- Europäisches Klimagesetz 239, 245, 265
- Europäisches Parlament 195
- Europäisches Währungsinstitut (EWI) 163, 184
- Eurosystem 88, 119, 139–140
- Expansive Fiskal- und Geldpolitik 83
- EZB 118–119, 139
- Federal Reserve System 52, 56, 65, 77, 85, 88, 231
 – Board of Governors 145
- Finanzintermediäre 36
- Finanzkrise 70
- Finanzmarktregulierung 21, 23, 30
- Finanzsystem 21, 36
 – Gemeinwohlfunktionen 35
 – Stabilisierung des 72
 – Stabilität des 23, 51
- Fiskalische Dominanz 77
- Fließende Übergänge 52, 100, 110
- Flursystem 86, 128
- Förderbanken 109, 253
- Forschung 58, 123, 231
- Forward Guidance 80
- Fossilflation 93, 95, 104, 232, 235
- Geldmengensteuerung 67, 168
- Geldpolitik
 – Gleichsetzung mit Währungspolitik 165
 – Rechtsbegriff 163–167, 240
 – stabilitätsorientierte 156
- Geldpolitische Strategie des Eurosystems 119, 125, 177
 – Befugnis zur Festlegung 168
 – Hintergrund-Studien 127, 129
 – Überprüfung 124, 129
- Geldpolitische Zwischenziele 178
 – Befugnis zur Festlegung von 168, 179, 233
- Geldpolitischer Handlungsrahmen 69, 128, 235, 246
 – Prinzipien des Eurosystems 128
- Geldpolitischer Transmissionsmechanismus 67, 70
 – Sicherstellung 242
- Geldpolitisches Ermessen 163, 169, 174, 188, 217–218, 223, 233, 235, 238, 255–256, 258, 260, 262
 – Kontrolle durch den EuGH 171
 – Verknüpfung mit Verhältnismäßigkeitsgrundsatz 207, 209
- Geldschöpfungsmultiplikator 116
- Gerichtliche Kontrolle
 – der Begründung 170–172, 174, 232, 262
 – einzelner geldpolitischer Maßnahmen 174, 202
 – Grenzen 219, 230
 – Legitimationsfunktion 158, 172
 – Maß an 155, 158, 169, 171–172, 174, 176

- Gewinne aus geldpolitischen
Geschäften 99
- Gezielte längerfristige Refinanzierungs-
geschäfte (TLTROs) 74, 107, 249,
251–252
 - grüne 248
- Glaubwürdigkeit 61, 94, 97, 99, 143–
144, 190, 194, 219, 235
- Gleichbehandlungsgrundsatz 215–216,
250, 252, 254, 256, 259–261
 - Prüfprogramm des EuGH 215
- Green Asset Ratio 250, 268
- Green supporting factor 42, 47–48
- Green Swan 44
- Greenwashing 36, 40, 112
- Grundsatz der Risikovorsorge 217, 237,
255, 260
 - Funktion 219
- Grundsatz einer offenen Marktwirt-
schaft mit freiem Wettbewerb 210–
211, 214
 - Marktneutralität 212, 215, 256
 - Vorrang marktwirtschaftlicher
Steuerungsinstrumente 213
- Grundzüge der Wirtschaftspolitik der
Mitgliedstaaten und der Union 193,
197, 200, 246
- Grüne Inflation 93
- Grüne Kreditpolitik (green credit poli-
cy) 90, 100, 102–104, 125, 128, 239
 - Abgrenzung zur Umweltpolitik
241
- Grünes Zentralbankwesen (green
central banking) 55

- Haftungsrisiken 24

- Importierter Inflationsdruck 85
- Inflation 82–84, 86, 89
- Inflationserwartungen 105
 - Stabilisierung von 96, 235
- Inflationsziel 68, 95, 177–178, 234
 - Anhebung 234
 - Anpassung
 - – Grenzen 233, 235
 - Rechtfertigung 234
- Informationsarchitektur 29–31, 36, 108,
259
- Informationsasymmetrie 29
- Informationsgrundlage 91, 230
 - Pflicht zur Anpassung der 230
- Informationsintermediäre 31, 36
- Institutionelle Einsamkeit 144–145
- Instrumentelle Befugnisse
 - Auswahlermessen 167
- Interbankenmarkt 69, 88, 128, 166
- Interinstitutionelle Zusammenarbeit
195–198, 200, 213, 246, 251, 267–268
 - Problem der differenzierten Integra-
tion 199–200
- International Sustainability Standards
Board (ISSB) 31
- Internationales Verwaltungsrecht
(global administrative law) 58

- Kapitalkosten 37
 - steigende 104
- Kapitalreallokation 22, 27, 35–37, 40,
52
- Kerninflationsrate 95, 235
- Klima- und umweltbezogene Finanz-
risiken (C&E risks) 24
- Klima- und Umweltplan 2024–2025
123
- Klima-Informationsintermediäre 32
- Klimaagenda 2022 120–121
- Klimabezogene Finanzrisiken (climate-
related financial risks) 24
 - Bewertung von 32
 - Herunterspielen von 46–47
 - Identifizierung von 45
 - Quantifizierung von 44, 100, 255–
256
 - Schutz der Zentralbankbilanz vor
96–97, 100, 114, 126, 134, 260, 264
 - – Pflicht 237
 - Umgang mit 28, 37
- Klimabezogene Sicherheitsabschläge
110, 133
- Klimafaktor 132–133, 260–262
- Klimaflation 92–93, 95, 104, 232,
235
- Kompetenz-Kompetenz 157
- Kompetenzkatalog 152
- Kompetenzzentrum Klimawandel 118,
120, 231

- Konditionelle Refinanzierungsgeschäfte (funding for lending) 107–109
 – See also Siehe gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs)
- Konventionelle Geldpolitik 67, 88–89
- Konzeptionen Grüner Geldpolitik 22, 54, 60, 90
 – Überschneidungen 90, 110, 255, 269
- Korridorsystem
 – enges 128, 246
- Kreditgeber der letzten Instanz (lender of last resort)
 – moderner 72, 77
- Kreditpolitik (credit policy) 40, 42, 48, 51
 – Begriff 103
 – quantitative Kreditbeschränkungen 213
 – Verhältnis zur Geldpolitik 103
- Langfristige Neutralität des Geldes 68, 185
- Langfristige Zinssätze
 – Niveau der 78
 – Niveau der 80
- Lebensmittelpreise 83, 92, 235
- Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken 2020 122–123
- Leitzinserhöhungen 81, 84, 104
- Leitzinspolitik 68, 94
 – Implementierung der 86
- Liquiditätsversorgung des Bankensystems 66–67, 73, 87, 108, 246
- Makroprudenzielle Aufsicht 51, 103, 117
- Mandat 4, 61, 68, 155
 – geldpolitisches 148, 240
 – – Begriff 176
- Market Maker of Last Resort 72
- Marktneutralität 99, 211, 241
- Marktversagen 50, 62–63
- Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in der geldpolitischen Strategie 119
- Mikroprudenzielle Aufsicht 23, 51
- Mindestreserve 116, 213–214, 267–268
- Monetäre Staatsfinanzierung 77, 220–222, 253, 266
- Moralisches Risiko (moral hazard) 22, 72
- Nachfrageschocks 25
- Nachhaltigkeitsrisiken (ESG risks) 24
 – See also Siehe ESG
- Negative Liquiditätsspirale 76
- Negative screening 111–113, 115, 256, 265
- Negativzinsen 80
- Net Zero 13, 239
- Neue geldpolitische Normalität 89, 103, 128, 249
- NGFS 54, 56–59, 65, 90, 101–102, 106–107, 110, 112, 114, 133, 248–249, 251, 255, 263
- Nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Portfolios (non-monetary policy portfolios) 122
- Niedrigzinspolitik 79
- Offenlegungspflichten 30, 108, 131, 219, 252, 260
- Omnibus-Paket 131, 259
- Outright Monetary Transactions (OMT) 77, 137, 160, 205
- Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) 71, 78, 133–134, 263–265
- Pariser Abkommen 10–16, 18–19, 57
- People's Bank of China 117
- People's Bank of China (PBoC) 42, 56
- Physische Risiken 24–25, 29, 32, 43, 45, 92, 234
- Politische Gratwanderung 52, 54, 97
- Politische Insolvenz (policy insolvency) 98
- Politische Schocks (policy shock) 27–28
- Portfolio Alignment Methode 112
- Portfolio-Umschichtungskanal, *siehe* Portfolio-mstrukturierungskanal
- Portfolio-Umstrukturierungskanal 78, 80
 – umgekehrter 89

- Portfolioumschichtung (tilting) 113, 133–134, 263
 Positive screening 111, 257–258
 Preisniveaustabilität, *siehe* Preisstabilität, Begriff
 Preisstabilität 217
 – Begriff 177–179
 – Gewährleistung der 68
 – – Handlungspflichten 179
 – langfristige 105, 244
 – Vorrang 200–201, 231–232, 246
 Primärrechtvollziehendes Zentralbanksystem 142
 Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung 149–151, 157, 175, 206, 236
 – Verhältnis zu Querschnittsklauseln 223
 – Verhältnis zum Kompetenzkatalog 151
 Proaktiver Ansatz 22, 34, 54, 57, 59–60, 120–121
 PSPP-Urteil 4–5, 137, 158, 204, 206, 209
 Public Sector Purchase Programme (PSPP) 137, 160

 Quantitative Lockerungen (quantitative easing) 75, 78
 Quantitative Straffung (quantitative tightening) 88, 103, 113, 128, 134, 249, 263
 Querschnittsklauseln 222, 255
 – Funktionen 222–223
 – Umweltpolitik 238–239

 Rat der Europäischen Zentralbank (EZB-Rat) 140–141
 Rat Wirtschaft und Finanzen (Ecofin-Rat) 143, 146, 195–196, 199, 246, 267–268
 Ratingagenturen, *siehe* Informationsintermediäre
 Reaktive Konzeption Grüner Geldpolitik 90
 Reaktiver Ansatz 21–22, 37, 54, 57, 59–60, 120–121, 123

 Rechtsgrundlagentest 150, 174–175, 245
 – Nebenziele 188, 236, 249, 255, 263
 Regime doppelter Zinssätze 104, 109, 115, 127, 240, 252–253, 266
 Repo-Markt 76
 Risikomanagement 33, 122–123
 – der Zentralbank 99
 Rolle der Zentralbank in der Klimakrise 21, 96, 120
 – Neutralität 62, 64
 Rolle des Finanzsystems in der Klimakrise 17, 38, 54, 57, 59, 64
 Rückwärtsgewandte Betrachtungsweise 43

 Schattenbanken 76
 Scope 1–3 Emissionen 46
 Sekundäres Mandat, *siehe* Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Union, eigenständiges Politikziel
 Sekundärmarkt
 – Aufbau 115, 266
 Sicherheitenpolitik 74, 109–110, 218, 255
 – des Eurosystems 130–132, 258–260
 Sicherheitenrahmen (collateral framework), *siehe* Sicherheitenpolitik
 Sicherheitsabschläge (haircuts) 110
 Single materiality, *siehe* Einfache Wesentlichkeit
 Souveränität 59
 Staatenverbund 156
 Staatsanleihen 77–78, 114, 266
 Staatshaushalt 26, 98–99
 Stranded assets 27
 Strategische Ambiguität 52, 97
 Stresstest 46
 Subsidiaritätsprinzip 152, 205–206
 Swaplines 164
 Systemrisikopuffer 117
 Systemstabilisierung 71, 89, 164, 242
 Szenarioanalyse 46

 Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) 30
 Taxonomie-VO 38–39, 49, 250, 268

- Team Persistent* 84–85
Team Transitory 83–85
 Temperaturziel 12
 Tinbergen-Regel 68, 185
 Tragedy of the Horizon 44
 Transitionspläne 33, 46
 Transitorische Risiken 24, 26–27, 29, 32, 43, 46, 92, 260
 Transmission Protection Instrument (TPI) 82
- Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft 26, 37, 46, 93, 104–105, 233
 - als Teil der allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Union 239, 245
 - Investitionsbedarf 234
- Übergewinnsteuer 87
 Überschussliquidität im Bankensystem 86–88, 128
 Ultra-vires-Kontrolle 5, 137
Umsetzungslücke 18
 Umsetzungsspielraum 13
 Unionsrecht
 - Autonomie des 149
 - begrenzter Vorrang des, *siehe* Brückentheorie
 - Vorrang des 149
- Unionsverfassungsrechtliches Demokratieprinzip 160–162, 194
 Unipolares Kompetenzsystem 152, 174
 - Bruch mit 154
- Unkonventionelle Geldpolitik 70, 89, 166
 - Instrumente 73
- Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Union 134, 180, 246, 265, 268
 - Auswahlmessen 193–194
 - Begründungsanforderungen 245
 - eigenständiges Politikziel 189–191, 244
 - Entstehungsgeschichte 181–184
 - Funktionen der Norm 186, 191
 - institutionelles Gleichgewicht 192
 - Kohärenzgebot 187–188, 238
 - materieller Gehalt 192, 201
 - Negierung 184–185
 - rechtliche Verbindlichkeit 180
- Unterstützung des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft 114, 126–127
 - Pflicht 238
- Verantwortungsteilung 28, 49, 60–61, 63–64, 105, 120, 241
 Verbriefung (securitisation) 44
 Verfassungsvertrag 152
 Vergrünung der Geldpolitik (greening monetary policy) 90, 96, 100, 103, 125, 127–128, 235, 249
 - duale Begründung 100, 126, 129, 236
- Verhältnismäßigkeitsgrundsatz 137, 176, 203, 217
 - Funktion 204–207
 - Kritik 208
 - Prüfprogramm des EuGH 207–208
- Versicherungslücke (climate insurance protection gap) 25
 Vertragsänderungsverfahren 143
 Vertragsstaatenkonferenz (COP) 10, 16
 Vorbildfunktion für den Finanzsektor 97, 257
- Währungspolitik 140, 156
 - Begriff 164
 - Gleichsetzung mit Geldpolitik 165
- Wertpapierankäufe 76
 Wesentlichkeitsbetrachtung 23
 Wesentlichkeitsgrundsatz 50
 Wettbewerbsfreiheit 216
 Wiederherstellung von Markt- und Finanzierungsliquidität 76, 242
- Zeitinkonsistenz-Problematik 55, 81, 155
 Zentralbankunabhängigkeit 55, 60–61, 155
 - finanzielle 141
 - institutionelle 141, 195–196, 198
 - personelle 142
- Zinnsensibilität 104
 Zwei-Säulen-Ansatz 178, 233
 Zweistufiges Geldsystem 65–67
 - Gewährleistungsverantwortung für 72, 48