MARKUS C. KERBER

Das neue Finanzkapital

Mohr Siebeck

Markus C. Kerber

Das neue Finanzkapital



Markus C. Kerber

Das neue Finanzkapital

Geldpolitik und Finanzstabilität in der EWU

Normative Grundlagen und
institutionelle Entwicklungen

Mit einem Geleitwort von Hans-Werner Sinn

Mohr Siebeck

Markus C. Kerber, geboren 1956; 1982 Regierungsrat im Bundeskartellamt; 1984–1985 Studium an der Ecole Nationale d'Administration (ENA) in Paris; 1987 Promotion (Universität Bielefeld); 2001 Habilitation (TU Berlin); 2005–2021/22 apl. Professor für Wirtschaftspolitik und öffentliche Finanzwirtschaft an der TU Berlin; Gastprofessuren in Warschau und Paris.
orcid.org/0009-0004-1942-5532

ISBN 978-3-16-164905-9 / eISBN 978-3-16-164906-6
DOI 10.1628/978-3-16-164906-6

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

© 2026 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

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.

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

In steter Erinnerung
des viel-lieben Kollegen und Streiters
für die Freiheit
in Wissenschaft und Wirtschaft
Prof. Dr. Hans Lechner

Otmar Issing
„Die größte Bedrohung kommt von innen, von den Notenbanken selbst.
Hier steht vor allem die strikte Beachtung des begrenzten Mandats
im Vordergrund.“*

* Vgl. *Issing* 2019a, S. 38

Zum Geleit

Markus C. Kerber hat sich jahrelang wissenschaftlich und als Prozessbevollmächtigter vor dem Bundesverfassungsgericht und dem Europäischen Gerichtshof mit der Euro-Rettungspolitik der Europäischen Zentralbank beschäftigt. Kaum jemand ist in der Materie so bewandert wie er.

Im Kern geht es in diesem Buch um die Frage, ob die EZB eine Geldpolitik oder eine Rettungspolitik betrieben hat. Hat sie zumindest versucht, ihr unbedingtes und kompromisslos zu verfolgendes Mandat für Preisstabilität zu sorgen, zu erfüllen? Oder hat sie ihre Macht missbraucht, um überschuldete Staaten mit der Druckerpresse zu retten, obwohl ihr genau das durch Artikel 123 (Verbot der Staatsfinanzierung) und 125 AEUV (Verbot des Bail-out) zumindest nach der naiven Vorstellung eines Ökonomen verboten ist? War sie eine Bail-out-Maschine, die den Staaten die Schuldpapiere abgekauft hat, die ihr auf dem Umweg über die Geschäftsbanken angeboten wurden? Hat sie die Zinsen der angeschlagenen und aus der Sicht der Kapitalmärkte nicht mehr kreditwürdigen Länder künstlich gesenkt und sie damit angeregt, sich noch mehr zu verschulden und die fiskalischen Schuldengrenzen noch mehr zu verletzten? Das sind die zentralen Fragen dieses Buches, das dazu rechtlich und auch ökonomisch relevante Antworten findet.

Kerber geht aber über diesen Themenkreis hinaus und beschäftigt sich auch mit der Bankenunion. Er zeigt, dass auch sie eine Kollektivierung der Haftung impliziert. Auch sie beseitigt Risikoprämien im Zins, die in der Marktwirtschaft die wichtige Steuerungsfunktion haben, das Kapital von übermäßig riskanten Aktivitäten fernzuhalten und es effizient auf rivalisierende Länder und Branchen aufzuteilen. Die Bankenunion verwischt Haftung und nationale Verantwortung und konzentriert auch noch die Bankenaufsicht bei der EZB, was zu unauflösbaren Zielkonflikten bei der Geldpolitik führt.

Die Lektüre der Schrift ist für normativ interessierte Ökonomen und ökonomisch interessierte Juristen nicht zuletzt aufgrund ihrer Interdisziplinarität interessant.

Die Lektüre des Buches lohnt sich auch unter dokumentarischen Gesichtspunkten. Kerber stellt die Gesamtheit der Euro-Rettungspolitik unter dem Brennglas des Bundesverfassungsgerichts und des Europäischen Gerichtshofes vor. Dabei kommen auch in der öffentlichen Diskussion übersehene „Details" wie die problematische Kollateralpolitik der EZB ausführlich zur Sprache. Das

entsprechende Kapitel gehört zu den besonders lesenswerten Ausführungen, weil es den Rollenkonflikt der EZB als strenger Bankenaufseherin und großzügiger Bankenretterin beleuchtet, die sich diverser QE-Programme und einer Aufweichung der Pfandkriterien für die Refinanzierungspolitik bedient, ein Thema, dem auch der Verfasser dieses Vorworts in seinen Büchern viel Aufmerksamkeit gewidmet hat.

Das Buch ist faktenreich geschrieben und besticht durch seine nur vorsichtigen Wertungen, die dem Leser eine selbständige Meinungsbildung überlassen.

Der Autor bezweifelt, dass die EZB, deren Rettungspolitik im Ergebnis deckungsgleich mit den unterschiedlichsten Eurorettungsinstitutionen wie ESM, EFSF, EFSM agiert, in hinreichendem Maße der politisch-demokratischen Rechenschaft unterworfen ist. Die vom Bundesverfassungsgericht aufgestellten Postulate einer Rückbindung an vorausgehende Beschlüsse des Bundestages dürften angesichts der realen Staatspraxis und der Unkenntnis der meisten Bundestagsabgeordneten über diese Materie sowie der Schnelligkeit eines Rettungsverfahrens imaginär bleiben. Es könnte also zutreffen, dass sich jenseits von Mandat und Satzung der unterschiedlichen Rettungsmechanismen Machtstrukturen um das, was Kerber „das neue Finanzkapital“ nennt, herausgebildet haben, die unabhängig von parlamentarischer Kontrolle und ohne Rechenschaft gegenüber Regierungen in ungeklärten rechtlichen Sphären agieren.

Gewiss sind Kerbers Ausführungen über die Rolle der Zentralbanken ganz am Ende des Buches ergänzungsbedürftig. Aber er will an dieser Stelle auch nicht abschließende Empfehlungen geben, sondern nur die Frage nach der Rolle von Zentralbanken und insbesondere der EZB mit besonderer Eindringlichkeit aufwerfen. Dazu erinnert er an das Diktum von Otmar Issing: „Die größte Bedrohung kommt von innen, von den Zentralbanken selbst. Hier steht vor allem die strikte Beachtung des begrenzten Mandats im Vordergrund.“

Von dieser Maxime hat sich Kerber in seiner engagierten Schrift offensichtlich stimulieren lassen, und jedem Leser, der dieses Buch mit wachem Verstand liest, wird das genauso gehen.

München, den 10.7.2025 Hans-Werner Sinn

Vorwort

Mein Dank gilt dem Verlag Mohr Siebeck, der diesen unkonventionellen, interdisziplinären Text – die Summe von mehr als 15 Jahren Verfahrenspraxis vor dem Bundesverfassungsgericht und vor dem Europäischen Gerichtshof – in sein Programm aufgenommen hat.

Herr Prof. Dr. Sinn hat dankenswerterweise ein Geleitwort geschrieben, obschon sich das Buch nicht nur mit seinen Forschungen, die mich außerordentlich stimuliert haben, befasst. Herr Prof. Dr. Schönfelder hat sich für die kritische Lektüre geradezu aufgeopfert, ohne dem Autor einen Strick daraus zu drehen, dass man aus einem Juristen und Finanzwissenschaftler keinen Makroökonomen machen kann.

Besonders intensiv verlief die Diskussion mit Mag. Peter Brandner, Lehrbeauftragter an der Universität Wien und Mitarbeiter des österreichischen BMF. Ihm sei für seinen Zeiteinsatz in kontroverser Verbundenheit gedankt.

Dank schulde ich auch Frau Ramona Hof, die im Auf und Ab der Zeiten dem Verfasser die Treue gehalten hat. Ebenso pflichtschuldig gehört mein Dank Frau Mag. Naghmeh Reza, die mir bei der Datenüberprüfung sowie bei punktuellen Recherchen sehr behilflich war. Verbleibende Fehler, Ungenauigkeiten oder sonstige Mängel fallen ausschließlich in die Verantwortung des Verfassers.

Inhaltsübersicht

Zum Geleit IX
Vorwort XI
Inhaltsverzeichnis XVII
Abbildungsverzeichnis XXV
Kastenverzeichnis XXVII
Abkürzungsverzeichnis XXIX

§ 1 Die EZB in der Krise – Vorbemerkungen zum zeitgeschichtlichen Kontext 1

§ 2 Gegenstand und Reichweite des Untersuchungsgegenstandes 11

I. Die Mandate der EZB 14
II. Formale und faktische Zuständigkeitsüberschneidungen 30
III. Ergänzende Kompetenzen 33
IV. Die organisatorischen Voraussetzungen zur Erfüllung der unterschiedlichen Mandate: Unabhängigkeit und Rechtsbindung (das Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung gem. Art. 5 I II EUV) 34

§ 3 Einzelmaßnahmen der EZB und ihre ökonomisch-normative Würdigung 37

I. Die Maßnahmen vom 8.12.2011 37
II. Das OMT-Programm 43
III. Die QE-„Beschlüsse“ vom 22.01.2015 53
IV. Das Pandemische Notkaufprogramm (PEPP) vom März 2020 60
V. Die Wandlungen der Kollateralpolitik der EZB 63

§ 4 Fiskalpolitik mit geldpolitischen Mitteln? 79

I. Geldpolitische Neutralität von QE durch „Sterilisierung“? 79
II. Auswirkungen der akkommodierenden Geldpolitik auf die nationale Fiskalpolitik 83
III. Fiskalpolitik als Governance-Problem in der Eurozone 87

§ 5 Bankenrettung durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems 91

I. Die akkommodierende Geldpolitik der Zentralbank und ihre Wirkung auf die Wettbewerbsbedingungen der Banken 91
II. Folgen der Liquiditätshilfe einer NZB (gem. Art. 14.4 EZB-Satzung) für die Stabilität des Eurosystems 92
III. Pragmatische Rettungspraxis in Deutschland 94

§ 6 Die Vertiefung der Währungsunion durch die Schaffung einer Bankenunion 99

I. Die Motive zur Schaffung der Bankenunion: Zwischen Zweckrationalität und Zentralisierung 99
II. Neue Abwicklungsnormen 103
III. Die Implementierung der Bankenunion und ihre Probleme 105
IV. Die Bankenunion als Ultra-vires-Akt? Die Verfassungsbeschwerde als Form ultimativen Rechtsschutzes? 110
V. Insbesondere Rechtsschutz gegen Maßnahmen von SSM und SRM/SRB 127
VI. Rechtspolitische Perspektiven der Bankenunion 147
VII. Trägt die Bankenunion zur Finanzstabilität bei? 151

§ 7 Die unkonventionelle Geldpolitik und ihre Zuspitzung 157

I. Ökonomische Analyse und juristische Legalität 157
II. Ausgestaltung des QE 165
III. Zweifel an der Eignung des QE im Lichte der Empirie 168
IV. Die Änderung der Ermächtigungsgrundlagen 169
V. Die rechtliche Würdigung des QE-Programms im Rahmen der Verfassungsbeschwerde vor dem BVerfG: Ist das QE-Programm ein ausbrechender Rechtsakt (ultra vires)? 169
VI. Der Anleihenkauf durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems außerhalb der Geldpolitik (ANFA) 198
VII. Neuere Anleihenkaufprogramme des Eurosystems: Das PEPP . . . 201
VIII. Die Einbeziehung der übrigen Kaufprogramme für die Beurteilung des Verbotstatbestands der „monetären Staatsfinanzierung“: Wie Quantität in Qualität umschlägt 208
IX. TPI: Transaction Protection Instrument 210
X. Die Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmen 211

§ 8 Zentralbankmacht und unverfälschter Wettbewerb 215

I. Definitorischer Ausgangspunkt und Fragestellung 215
II. Sind die Art. 100 ff. AEUV auf die EZB anwendbar? 219
III. Wettbewerb der Euroländer auf den Staatsschuldenmärkten: Das Verbot der Begünstigung bestimmter Euroländer durch die EZB (Art. 124 AEUV) 222
IV. Wettbewerb in der Kreditwirtschaft durch Fusionskontrolle und Entflechtung. Das Problem too big to fail: Behandelt man systemrelevante Banken präventiv oder repressiv? 224

§ 9 Das Postulat der Unabhängigkeit der EZB und seine institutionell-normative Umsetzung 227

I. Art. 130 AEUV gewährleistet die Freiheit der EZB und der nationalen Zentralbanken von Weisungen der Regierungen 228
II. Die Sicherstellung der Unabhängigkeit der rechtlichen Binnenstruktur des Eurosystems gem. Art. 131 AEUV 229

§ 10 Die rechtliche Kontrolle der EZB 233

I. Ist Geldpolitik überhaupt justiziabel? 233
II. Rechtsschutz gegen Ultra-vires-Handeln? 234
III. Sonderfall: Die Durchsetzung der Beschlüsse der EZB gegen nationale Zentralbanken 237

§ 11 Können Zentralbanken in Konkurs gehen? 239

I. Kapitalverluste durch zinspolitische Wende 239
II. Legalistische Antwort: § 12 InsO auf Bundesbank unanwendbar? Anwendbar auch auf supranationale Zentralbanken wie die EZB? . . 247
III. Zurück zur ökonomischen Ratio 248

§ 12 Das Zusammenwirken der EZB mit anderen Finanzinstitutionen wie ESM, EFSF, EFSM, IWF: ein neues Finanzkapital? 253

I. Die Herausbildung des Finanzkapitals 255
II. Jenseits von Mandat und Satzung 261
III. Finanzbeistands-Instrumente von EFSF/ESM 270
IV. Die Rolle der Banken als Teil des Finanzkapitals und die Rechtfertigung ihrer Privilegien 276
V. Finanzkapital und Finanzstabilität 277
VI. Die Schaffung sicherer Anlageinstrumente, insbesondere durch European Safe Bonds (Esbies) 278

§ 13 Ausblick: Welche Rolle für Zentralbanken? 285

I. Die Problematik 285
II. Die These von Selgin: Zentralbanken als Quelle finanzieller Instabilität 289
III. Hayeks Projekt: Die Entstaatlichung des Geldes bzw. die Beseitigung der Zentralbanken 290
IV. Perry Mehrling: How the Fed became the Dealer of last resort . . . 294
V. Wissenschaftliche Konzepte und politische Wünsche 296

Literatur 299
Register 313

Inhaltsverzeichnis

Zum Geleit IX
Vorwort XI
Inhaltsübersicht XIII
Abbildungsverzeichnis XXV
Kastenverzeichnis XXVII
Abkürzungsverzeichnis XXIX

§ 1 Die EZB in der Krise – Vorbemerkungen zum zeitgeschichtlichen Kontext 1

§ 2 Gegenstand und Reichweite des Untersuchungsgegenstandes 11

I. Die Mandate der EZB 14

1. Geldpolitik 14
   a) Offenmarktpolitik 16
   b) Einlagefazilität 18
   c) Mindestreservepolitik 19
2. Wirtschaftspolitik 22
3. Währungspolitik 23
4. Finanzstabilität 24
   a) Konzeptionelles 24
   b) Finanzstabilitätsvorsorge in Deutschland 25
   c) Finanzstabilitätsvorsorge in der Eurozone 27
   d) „Lender of last resort"-Funktion 29

II. Formale und faktische Zuständigkeitsüberschneidungen 30

1. Zwischen Finanzstabilität und Geldpolitik (Bankenrettung) 30
2. Zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik (Stützung von Finanznotstandsstaaten) 30
3. Geldpolitik und Wechselkurszuständigkeit 31

III. Ergänzende Kompetenzen 33

1. Art. 20 EZB-Satzung 33
2. Spannungsverhältnisse zu anderen normativen Geboten 33

IV. Die organisatorischen Voraussetzungen zur Erfüllung der unterschiedlichen Mandate: Unabhängigkeit und Rechtsbindung (das Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung gem. Art. 5 I II EUV) . . 34

§ 3 Einzelmaßnahmen der EZB und ihre ökonomisch-normative Würdigung 37

I. Die Maßnahmen vom 8.12.2011 37

II. Das OMT-Programm 43

III. Die QE-„Beschlüsse" vom 22.01.2015 53

1. Wie funktioniert QE in der Eurozone? 53
2. Die ständige Modifizierung des Programms und der Ankaufkonditionen 54
3. QE for ever? 59

IV. Das Pandemische Notkaufprogramm (PEPP) vom März 2020 60

V. Die Wandlungen der Kollateralpolitik der EZB 63

1. Rechtsgrundlage Art. 18.1, 2. Spiegelstrich EZB-Satzung: Angemessene Sicherheit / adequate collateral 63
2. Die Kontinuität des qualitative easing 66
3. Bisherige Tabus bei der Definition der Notenbankfähigkeit 72
4. Sonderproblem: Die Einreichung von Schuldpapieren von Gesellschaften, an denen Banken zu 20 % beteiligt sind (Own-use-Problematik) 73
5. Der Exodus der EZB aus dem „qualitative easing" 74

§ 4 Fiskalpolitik mit geldpolitischen Mitteln? 79

I. Geldpolitische Neutralität von QE durch „Sterilisierung"? 79

1. Die Abschöpfung der Liquidität (Sterilisierung) 80
2. Die Durchführung der Sterilisierung 81

II. Auswirkungen der akkommodierenden Geldpolitik auf die nationale Fiskalpolitik 83

1. Das Postulat des Stabilitätspaktes gem. Art. 126 AEUV und die Realität 83
2. Der Fiskalvertrag 84
3. Weitere fiskalpolitische Vorkehrungen der Kommission 85

III. Fiskalpolitik als Governance-Problem in der Eurozone 87

1. Das Auseinanderfallen von Herrschaft und Haftung 88
2. Verteidigungsrechte der nationalen Zentralbanken gegenüber dem fiskalpolitisch motivierten EZB-Handeln? 89

§ 5 Bankenrettung durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems 91

I. Die akkommodierende Geldpolitik der Zentralbank und ihre Wirkung auf die Wettbewerbsbedingungen der Banken 91

II. Folgen der Liquiditätshilfe einer NZB (gem. Art. 14.4 EZB-Satzung) für die Stabilität des Eurosystems 92

III. Pragmatische Rettungspraxis in Deutschland 94

§ 6 Die Vertiefung der Währungsunion durch die Schaffung einer Bankenunion 99

I. Die Motive zur Schaffung der Bankenunion: Zwischen Zweckrationalität und Zentralisierung 99

1. Zweckrationale Gründe der Bankaufsichtszentralisierung 99
2. Zentralisierungsmotive bei der Schaffung der Bankenunion 102

II. Neue Abwicklungsnormen 103

1. Institutionen 103
2. Die normative Regulierung des Marktaustritts von Kreditinstituten: Die Richtlinie von Rat und EP zur Restrukturierung von Banken un zur Schaffung eines Resolvenzverfahrens (Ermächtigungsgrundlage Art. 114/26 AEUV) und das deutsche Restrukturierungsgesetz 105

III. Die Implementierung der Bankenunion und ihre Probleme 105

1. Die institutionelle Ökonomie der EZB-Bankaufsicht: Interessenkonflikte sind vorprogrammiert 106
2. Die Schwierigkeiten des Bail-in in der Praxis 107
3. Das Schlupfloch zur bisherigen Abwicklungsvermeidung: Vorsorgliche Rekapitalisierung gem. Art. 32 IV lit. d. der BRRD-Richtlinie 109

IV. Die Bankenunion als Ultra-vires-Akt? Die Verfassungsbeschwerde als Form ultimativen Rechtsschutzes? 110

1. Die rechtlichen Ansatzpunkte der Verfassungsbeschwerde 110
   a) Zusammenfassung und Auszüge aus der Verfassungsbeschwerdeschrift 111
   b) Chronologie des Verfassungsbeschwerdeverfahrens gegen die Europäische Bankenunion, Rechtssache 2 BvR 1685/14 und 2 BvR 2631/14 vom 23.7.2014 115
2. Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 30.7.2019 116
   a) Verfahrensbesonderheiten 117
   b) Begründungsdefizite 118

V. Insbesondere Rechtsschutz gegen Maßnahmen von SSM und SRM/SRB 127
1. Das Nebeneinander von EZB (SSM) und nationaler Bankenaufsicht bei Lizenzerteilung und -entzug: Rechtsunsicherheit 127
2. Vereinbarkeit mit dem Rechtsstaatsgebot (Art. 19 IV, 20 III GG)? 129
3. Wirksamer Rechtsschutz durch Subsidiarität: Das Konzept der Subsidiarität und der „umgekehrte" Subsidiaritätsgrundsatz 131
a) Das EuG-Urteil vom 16.5.2017 131
b) Ermächtigung der EZB zur Festlegung „besonderer Umstände" (Art. 6 Abs. 4 UAbs. 2 SRM-VO) 132
c) EuG: Fehlende Überprüfung der Entscheidung der EZB anhand des europäischen Primärrechtes 133
4. Weitere Rechtsschutzprobleme 135
a) Banklizenzfragen 135
b) Rechtsschutz gegen die Festsetzung von Mitgliedsbeiträgen 135
aa) Die Legitimität der Sachkompetenz der EU-Kommission: 136
bb) Verbleibende Rechtsschutzdefizite 137
5. Rechtsschutzprobleme bei abwicklungsrechtlichen Maßnahmen des SRM: Die Verkürzung des Rechtsschutzes durch die Schaffung des SRB in Form einer EU-Agentur auf Grundlage des Art. 114 AEUV . . 138
a) Das SRB als EU-Agentur und seine Befugnisse 139
b) Rechtsschutz gegen Beschlüsse des SRB 139
aa) Keine Unabhängigkeit des Beschwerdeausschusses 140
bb) Der problematische Rechtsschutz insbesondere gegen die Beitragserhebung gem. Art. 70 SRM-VO 140
cc) Wirksamer Rechtsschutz gegen die Einleitung des Abwicklungsverfahrens gem. Art. 18 SRM-VO? 145

VI. Rechtspolitische Perspektiven der Bankenunion 147
1. Offene europarechtliche Rechtsentwicklungen 147
2. Deutsche Anpassungsgesetzgebung 148
3. Die rechtspolitischen Ambitionen der EU-Kommission 149
a) Die Einlagesicherung EDIS 149
b) Das ungelöste Problem der Letztsicherung 150

VII. Trägt die Bankenunion zur Finanzstabilität bei? 151
1. Konzeptionelles 152
2. Finanzstabilitätsvorsorge in Deutschland 154
3. Finanzstabilitätsvorsorge in der Eurozone 155

§ 7 Die unkonventionelle Geldpolitik und ihre Zuspitzung 157

I. Ökonomische Analyse und juristische Legalität 157

1. Die Problematik 157
2. Bisher konvergente (einheitliche) Geldpolitik und divergierende Volkswirtschaften: Müssen sich die Leistungsbilanzüberschussländer geldpolitisch nach den Leitungsbilanzdefizitländern richten? 160
3. Die Bilanz der bisherigen Maßnahmen 164

II. Ausgestaltung des QE 165

1. Abgrenzung des APP/PSPP gegenüber dem SMP/OMT 165
2. Kauf durch die EZB 165
3. Kauf durch die nationalen Zentralbanken 166
4. Ausgestaltung des QE zu Beginn des Ankaufprogramms 167

III. Zweifel an der Eignung des QE im Lichte der Empirie 168

IV. Die Änderung der Ermächtigungsgrundlagen 169

V. Die rechtliche Würdigung des QE-Programms im Rahmen der Verfassungsbeschwerde vor dem BVerfG: Ist das QE-Programm ein ausbrechender Rechtsakt (ultra vires)? 169

1. Die Zinspolitik 196
2. Reinvestment der Erträge ad infinitum? 197
3. Das Tapering 197

VI. Der Anleihenkauf durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems außerhalb der Geldpolitik (ANFA) 198

VII. Neuere Anleihenkaufprogramme des Eurosystems: Das PEPP 201

1. Die gravierende Abweichung der Anleihenkäufe vom Kapitalschlüssel und von der Erwerbsobergrenze 202
2. Die quantitative und zeitliche Begrenztheit des PEPP 205
3. Unzureichende Bonität der beim PEPP erworbenen Wertpapiere 207

VIII. Die Einbeziehung der übrigen Kaufprogramme für die Beurteilung des Verbotstatbestands der „monetären Staatsfinanzierung“: Wie Quantität in Qualität umschlägt 208

IX. TPI: Transaction Protection Instrument 210

X. Die Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmen 211

§ 8 Zentralbankmacht und unverfälschter Wettbewerb 215

I. Definitorischer Ausgangspunkt und Fragestellung 215

1. Hayeks Observanz 215
2. Was ist unverfälschter Wettbewerb? Das Postulat in Art. 3 I b AEUV i. V. m. Art. 51 EUV sowie dem Protokoll Nr. 27 über Binnenmarkt und Wettbewerb. Ist das Postulat von unverfälschtem Wettbewerb auch auf die EZB anwendbar? 215
3. Die Krisenpolitik der EZB, gemessen am Postulat des unverfälschten Wettbewerbs im Binnenmarkt 217

II. Sind die Art. 100ff. AEUV auf die EZB anwendbar? 219

1. Neben Art. 100 und Art. 101 AEUV (Kartellverbot und Marktmachtmissbrauch durch Private und Unternehmen) gilt das Verbot von staatlichen Maßnahmen zur Verfälschung des Wettbewerbs in Gestalt von Beihilfen (Art. 107 AEUV) oder durch Ausnutzung einer Stellung als staatliches Monopolunternehmen (Art. 106 AEUV) 219
2. Ist der Art. 106 AEUV auf die EZB und die nationalen Zentralbanken anwendbar? 219
3. Verfälschung des Wettbewerbs zwischen Unternehmen durch den Kauf von Unternehmensanleihen 220

III. Wettbewerb der Euroländer auf den Staatsschuldenmärkten: Das Verbot der Begünstigung bestimmter Euroländer durch die EZB (Art. 124 AEUV) 222

IV. Wettbewerb in der Kreditwirtschaft durch Fusionskontrolle und Entflechtung. Das Problem too big to fail: Behandelt man systemrelevante Banken präventiv oder repressiv? 224

§ 9 Das Postulat der Unabhängigkeit der EZB und seine institutionell-normative Umsetzung 227

I. Art. 130 AEUV gewährleistet die Freiheit der EZB und der nationalen Zentralbanken von Weisungen der Regierungen 228

1. Die rechtliche Unwirksamkeit von Weisungen der Regierungen: Pflicht der EZB-Leitungsmitglieder, Weisungen nicht zu befolgen, sowie die Pflicht der nationalen Regierungen, gem. Art. 130 S. 2 AEUV, jedwede Einflussnahme auf die EZB/NZB zu unterlassen 228
2. Die faktische Bedrohung der Unabhängigkeit der EZB durch die Gefahr der fiscal dominance 228

II. Die Sicherstellung der Unabhängigkeit der rechtlichen Binnenstruktur des Eurosystems gem. Art. 131 AEUV 229

1. Die nationale Maastricht-Anpassungsgesetzgebung und ihre Problematik 229
2. Die nationalen Anpassungsdefizite für EU-Mitglieder außerhalb der Eurozone (der Fall Polen) 230
3. Der italienische Anachronismus: Die Kapitalbeteiligung von Geschäftsbanken an der Banca d'Italia 231

§ 10 Die rechtliche Kontrolle der EZB 233

I. Ist Geldpolitik überhaupt justiziabel? 233

II. Rechtsschutz gegen Ultra-vires-Handeln? 234

III. Sonderfall: Die Durchsetzung der Beschlüsse der EZB gegen nationale Zentralbanken 237

§ 11 Können Zentralbanken in Konkurs gehen? 239

I. Kapitalverluste durch zinspolitische Wende 239

II. Legalistische Antwort: § 12 InsO auf Bundesbank unanwendbar? Anwendbar auch auf supranationale Zentralbanken wie die EZB? 247

III. Zurück zur ökonomischen Ratio 248

1. Kann eine Zentralbank als geldschöpfende Instanz und als lender of last resort selbst insolvent oder überschuldet werden? 248
2. Verschiedene Lösungsansätze 248

§ 12 Das Zusammenwirken der EZB mit anderen Finanzinstitutionen wie ESM, EFSF, EFSM, IWF: ein neues Finanzkapital? 253

I. Die Herausbildung des Finanzkapitals 255

II. Jenseits von Mandat und Satzung 261

1. Wie der ESM seine Tätigkeit selbstermächtigend verändert 261
2. Die fortwährende Erweiterung des ESM-Einsatzspektrums 267

III. Finanzbeistands-Instrumente von EFSF/ESM 270

1. Primärmarkt-Käufe 270
2. Sekundärmarkt-Käufe 271
   a) Vorsorgliches Programm (Precautionary Programme) 274

IV. Die Rolle der Banken als Teil des Finanzkapitals und die Rechtfertigung ihrer Privilegien 276

V. Finanzkapital und Finanzstabilität 277

VI. Die Schaffung sicherer Anlageinstrumente, insbesondere durch European Safe Bonds (Esbies) 278

1. Der Sachverhalt 278
2. Die EU-Schuldverschreibungen im Rahmen der NG EU-Gemeinschaftsschulden als safe bonds? 282

§ 13 Ausblick: Welche Rolle für Zentralbanken? 285

I. Die Problematik 285

1. Die unverzichtbaren Aufgaben der Zentralbank 285
2. Das Demokratiedefizit von Zentralbanken und seine Vorbedingung . . 287
3. Herrschaft und Haftung 288

II. Die These von Selgin: Zentralbanken als Quelle finanzieller Instabilität 289

III. Hayeks Projekt: Die Entstaatlichung des Geldes bzw. die Beseitigung der Zentralbanken 290

IV. Perry Mehrling: How the Fed became the Dealer of last resort 294

V. Wissenschaftliche Konzepte und politische Wünsche 296

Literatur 299
Register 313

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Monatliche Entwicklung des Wechselkurses des Euro gegenüber dem US-Dollar (Juni 2021–Juni 2025) 32

Abbildung 2: Anfängliche Aufteilung der Anleihenkäufe seit 2015 durch das Eurosystem 54

Abbildung 3: Die Aufteilung des Kaufprogramms des Eurosystems seit April 2016 bis 2018 55

Abbildung 4: Die Renditen für Firmenanleihen fallen 58

Abbildung 5: Lediglich für das SMP gilt das transaktive Schema der Sterilisierung 82

Abbildung 6: Die Nutzung der ELA-Kredite durch Griechenland 2015 93

Abbildung 7: Institutionenübersicht 106

Abbildung 8: Target2-Salden der Deutschen Bundesbank von Juli 2019 bis Juli 2023 160

Abbildung 9: Allocation der monatlichen Anleihenkäufe des Eurosystems 167

Abbildung 10: Das Zusammenwirken von EZB, ESM, Euroregierungen und Banken 256

Kastenverzeichnis

Kasten Nr. 1: Hedge-Fonds und EZB-Geldpolitik 7

Kasten Nr. 2: Die Entstörung des Transmissionskanals als Aufgabe der Geldpolitik? 40

Kasten Nr. 3: Auszüge aus dem Plädoyer der Klägergruppe von Stein vor dem EuGH 46

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Becked Securities
ACC	Additional Credit Claims
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFS	Ausschuss für Finanzstabilität
ANFA	Agreement on Net Financial Assets
APP	Asset Purchase Programme (Anleihenkaufprogramm; umfasst PSPP und CSPP)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BBankG	Gesetz über die Deutsche Bundesbank
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BoE	Bank of England
BP	Basispunkte
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive (Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts
BVerfGG	Gesetz über das Bundesverfassungsgericht
CBPP	Covered Bond Purchase Programme (Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen)
CCR	(Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen)
CDS	Credit Default Swaps
CIV	Co-Investment Verhicle
CMDI	Crisis Management and Deposit Insurance
CS	Credit Suisse
CSPP	Corporate Sector Purchase Programme (Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors)
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DRI	Direct Recapitalisation Instrument
DMO	Debt Management Offices/ Schuldenagenturen
EBA	European Banking Authority
ECB	European Central Bank
ECCL	Enhanced Conditions Credit Line
ECRI	European Credit Research Institute
EDIS	European Deposit Insurance Scheme (Europäische System der Einlagensicherung)
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism

EIB	Europäische Investitionsbank
ELA	Emergency Liquidity Assistance (Liquiditätsnothilfe der Zentralbank)
Esbies	European Safe Bonds
ESIM	European Sovereign Insurance Mechanism
ESM	European Stabilisation Mechanism
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ESZB	Europäische System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	EU-Vertrag (Vertrag über die Europäische Union)
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWU	Europäische Währungsunion
EZB	Europäische Zentralbank
FED	Federal Reserve System US Zentralbank
FinStabG	Finanzstabilitätsgesetz
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
IMF	International Monetary Fund (= dt. IWF)
InsO	Insolvenzordnung
IWF	Internationaler Währungsfonds (auch Weltwährungsfond)
Kollateral-Pfand	Kreditsicherheit zugunsten der Zentralbank
KWG	Kreditwesengesetz
MPS	Banca Monte dei Paschi di Siena
NZB	Nationale Zentralbank
OMT	Outright Monetary transaction
PCC	Partial Protection Certificates
PCCL	Precautionary Conditioned Credit Line
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemisches Notfallkaufprogramm)
PMFS	Primary Market Support Facility
PMP	Primary Market Purchase
PSPP	Public Sector Purchase Programme (Programm zum Ankauf von Anleihen von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten)
QE	Quantitative Easing (Quantitative Lockerung)
QT	Quantitative Tightening (quantitative Verknappung)
Repo-Geschäfte	besicherte, zeitlich befristete Kreditaufnahme von Banken bei der Zentralbank
RMBD	Registered Marked-Based Debt (kapitalmarktfähige Bankschuldverschreibungen auf nicht regulierten Märkten)
Safe Bonds	Sichere Anleihen
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SKS-Vertrag	Europäischer Fiskalvertrag oder Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion
SMP	Securities Markets Programme (Programm für die Wertpapiermärkte)

SNB	Schweizerische Nationalbank
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
SRB	Single Resolution Board (Einheitlicher Abwicklungsausschuss)
SRF	Single Resolution Fund (Einheitlicher Abwicklungsfonds)
SRM	Single Resolution Mechanism (Einheitlicher Abwicklungsmechanismus)
SSM	Single Supervisory Mechanismus (Einheitlicher Bankaufsichtsmechanismus)
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations (gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte der EZB)
TLAC	Total loss absorbing capacity
TPI	Transaction Protection Instrument (Transmissionsschutzinstrument)
UBS	Union Bank of Switzerland
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
ZPO	Zivilprozessordnung

§ 1 Die EZB in der Krise – Vorbemerkungen zum zeitgeschichtlichen Kontext

Die Verwerfungen an den Kapitalmärkten im Herbst 2008 sowie die nachfolgende schwere industrielle Rezession haben die unterschiedlichsten Interpreten auf den Plan gerufen. Hierbei kann man zwei Lager unterscheiden. Zum einen wurde die damalige Finanz- und Wirtschaftskrise als eine Krise des Marktes aufgefasst. So fragt *Böckenförde*: „Woran krankt der Kapitalismus?"[1] *Böckenförde* stellt nicht auf das Fehlverhalten Einzelner ab, sondern behauptet eine systemische Schwäche der Marktwirtschaft: „Der Kapitalismus krankt an seinem Ausgangspunkt – der zweckrationalen Leitidee und deren systembildenden Kraft." An die Stelle eines ausgreifenden Besitzindividualismus, der das als natürliches Recht proklamierte, potenziell unbegrenzte Erwerbsinteresse der Einzelnen, das keiner inhaltlichen Orientierung unterliege, zum Ausgangspunkt und strukturierenden Prinzip nehme, müssten ein Ordnungsrahmen und eine Handlungsstrategie treten. In diesen muss festgeschrieben sein, dass die Güter der Erde – also Natur und Umwelt, Bodenschätze, Wasser und Rohstoffe – nicht denjenigen gehören, die sie sich zuerst aneignen und ausnützen, sondern zunächst allen Menschen gewidmet sind, um ihre Lebensbedürfnisse zu befriedigen und Wohlfahrt zu erlangen. Diese Positionierung Böckenfördes beruht eher auf einem anti-kapitalistischem Affekt als auf einer detaillierten Analyse der Finanzkrise von 2007/2008. Sie deutet auf ein im Katholizismus verbreitetes Unbehagen am Gewinnstreben – das häufig mit Gier gleichgesetzt wird – hin.

Anders wertet *Starbatty* die Krisensymptome seit 2008. Die Geschehnisse an den Kapital- und Finanzmärkten hätten durch eine andere ordnungspolitische Orientierung vermieden werden können. Die Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank (Federal Reserve), der auch die EZB gefolgt sei, hätte alle Erkenntnisse Schumpeters über die Rolle des Zinses[2] ignoriert und Anreize dafür geschaffen, dass Kapital in Projekte geflossen sei, deren Risiko groß und deren Erträge äußerst gering wären.[3] Dementsprechend lagen die Zentralbanken nach

---

[1] *Böckenförde* (2009).

[2] *Schumpeter* (1997), drittes bis fünftes Kapitel, S. 140 ff.

[3] *Starbatty* (2009b) und *Starbatty* (2009a): „Die notwendige Renaissance der Ordnungspolitik".

Meinung *Starbattys* falsch, als sie die Folgen der Nullzinspolitik mit einer Politik noch größerer Geldschöpfung bekämpften.

So unterschiedlich die Standpunkte der beiden konzeptionellen Antipoden sind, sie haben doch eines gemeinsam: Die zuvor beschriebenen Phänomene werden als eine *Systemkrise* gedeutet. Beide Autoren verlangen nach einem anderen Ordnungsrahmen. Dies ist für sich genommen bereits ein Fortschritt. Denn es handelt sich um Erklärungsversuche, die sich nicht allein damit begnügen, die Dysfunktionalität der Finanz- und Kapitalmärkte infolge des Einbruchs des Immobilienmarktes in den USA zu thematisieren. So hat *Sinn* bereits 2010 den Bogen weiter gespannt und unter dem provokanten Titel *Kasinokapitalismus* seine kritischen Beobachtungen zur Dysfunktionalität der Finanzmärkte zusammengetragen.[4]

Die interdisziplinäre Suche nach den Ursachen der großen Finanzmarktkrise ist umso mehr angebracht, als die Vertreter eines so selbstbewussten Fachs wie dem der Wirtschaftswissenschaften von Zeitpunkt, Art und Ausmaß der Krise von 2007/2008 selbst überrascht wurden. Während für den alerten Beobachter der großen Depression von 1929 in Gestalt des französischen Botschafters in den USA, *Paul Claudel*,[5] Umsicht, Aufmerksamkeit und Unvoreingenommenheit zur sicheren Voraussage des sogenannten *schwarzen Freitags* ausgereicht hätten, versagten die aufwendigen, mathematisch fundierten Methoden der Konjunkturforschung vollständig. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) hatte noch im Oktober des Jahres 2008 eine fortgesetzt robuste Konjunkturentwicklung vorausgesagt.[6] Indessen handelte es sich bei den Verwerfungen auf Kapital- und Finanzmärkten und insbesondere der folgenden Bankenkrise nicht allein um Konjunkturzyklen, denen Schumpeter sein analytisches Interesse widmete:[7]

„Die Krisen sind Wendepunkte der wirtschaftlichen Entwicklung […]. Diese großen Peripetien des Wirtschaftslebens tauchen also als das Wesentliche aus der Flut der hierher gehörigen Tatsachen auf. Sie sind zu erklären."[8]

Die Krise um das Jahr 2008 war ein Wendepunkt in der Geschichte des Kapitalismus.[9] Sie stürzte die Weltwirtschaft in eine gravierende rezessive Entwicklung und offenbarte die Dysfunktionalität der Kreditwirtschaft. Ebenso ließ sie

---

[4] *Sinn* (2010).

[5] Vgl. *Claudel* (1993), S. 113. In seinem Brief vom 6.11.1929 an Aristide Briand wirkt Claudel über den Ausbruch der Krise keinesfalls überrascht, sondern führt an, er habe diese immer erwartet.

[6] Für diesen eklatanten Fehler hat sich der Präsident des DIW, Herr Zimmermann, zwar öffentlich entschuldigt, personelle Konsequenzen wurden angesichts dieses prognostischen Versagens aber nicht sofort gezogen.

[7] *Schumpeter* (1997), S. 318 ff., insbesondere S. 332 ff.

[8] Ebenda, S. 332 f.

[9] Vgl. aus der Sicht des Sozialhistorikers: *Kocka* (2013), S. 15.

Zentralbanken in einem neuen Licht erscheinen. Kurzfristig war die kreditmäßige Versorgung der Wirtschaft gefährdet, weil die Banken sich untereinander nicht mehr vertrauten. Die Zentralbanken sprangen mit riesigen Liquiditätsspritzen ein[10] und ersetzten den Interbankenmarkt.

Vielleicht finden so jene Überlegungen eine neue Rezeption, die *Rudolf Hilferding* 1909 mit seinem Werk „Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus"[11] pionierhaft der politischen Öffentlichkeit vorstellte. Seitdem hat sich das Verhältnis des Finanzkapitals (also die Gesamtheit der finanziellen Intermediären, Kreditbanken und Investmentbanken) zur Industrie (also der Realwirtschaft) um Lichtjahre weiterentwickelt. Das Volumen der von Investmentbanken und Kreditinstituten emittierten und gehandelten Risiken ist bis in Dimensionen vorgestoßen, die zurzeit *Hilferdings* kaum vorstellbar waren. *Peter Warburton* spricht in diesem Zusammenhang von „Kapital außer Kontrolle".[12] Aber nicht nur in quantitativer Hinsicht hat sich das Risikovolumen im Bereich der Kredit- und Finanzwirtschaft seit *Hilferding* exponentiell entwickelt. Während die klassische Industriefinanzierung durch langfristige Kredite und geringe Margen als überholt gilt, hat die Verbriefung von Risiken durch Investmentbanken die gesamte Finanzwirtschaft „beflügelt". Während zurzeit *Hilferdings* die Devise des Bankkaufmanns „borrow and hold" galt, ist der Slogan des heutigen Investmentbankers „originate and distribute" oder „arrange and sell". Damit wird eine moderne Tendenz des Finanzkapitalismus beschrieben: Das Entgelt für die marktgerechte Einsetzung von (Kredit-)Risiken ist nicht länger der Zins, sondern die „Gebühr" oder das Honorar, welche gemessen am Umfang der Transaktion für das kurzfristige Eingehen einer Risikoposition und ihr immediates Weiterreichen an andere Marktteilnehmer erhoben werden.

So ergibt sich eine spezifische Fragestellung: Hat die gegenwärtige Finanzwirtschaft durch die Verbriefung beliebiger Risiken das Axiom des Kapitalismus – die Identität von Herrschaft und Haftung – privatautonom aus den Angeln gehoben? Wie konnte es geschehen, dass diese endogene Implosion eines kapitalistischen Prinzips sogar durch staatliche Organe (Zentralbanken) gefördert wurde bzw. nach Ausbruch der Krise dafür gesorgt wurde, dass an der Geldpolitik festgehalten wurde und sogar für fallierende Banken staatliche Haftungsstrukturen geschaffen wurden, die einer Sozialisierung der schlechten Risiken und einer Enthaftung der professionellen Risikoübernehmer gleichkommen? Die Schaffung einer „EU-Bankenunion" unter Einbringung national aufgestellter Rettungsfonds für Banken in einem Single Resolution Fund, der

[10] Vgl. die Belgische Nationalbank https://www.nbb.be/de/faq/liquiditatsspritzen-als-geldpolitische-massnahmen-und-bereitstellung-von-liquiditat-notfallen; *Jobst* (2009); EZB (2007), S. 30–32.

[11] *Hilferding* (1955).

[12] *Warburton* (1999).

zudem noch auf den ESM zurückgreifen soll,[13] setzt diesen anti-marktwirtschaftlichen Trend fort. [14]

Obwohl in den Wirtschaftswissenschaften die Grenzen und Gefahren der Anwendung des ökonomischen Verhaltensmodells in abstracto bereits erörtert worden sind,[15] hat erst die Finanz- und Bankenkrise – also ein exogener Schock – die Selbstsicherheit modellierungsgeübter Makroökonomen zum Einsturz gebracht. So geben *Franke/Krahnen* unumwunden zu, dass sich *Alan Greenspans* Beurteilung der Risikoverteilung durch Verbriefung im Jahre 2005 als unzutreffend herausgestellt hat. *Greenspan* gab noch zu diesem Zeitpunkt der damals weit verbreiteten Ansicht Ausdruck, dass Banken Risiken in großem Umfang an weniger verschuldete Institutionen – wie Versicherungen, Hedge- und Pensionsfonds – transferierten, damit über den Markt gesteuert eine optimale Faktorenallokation vorgenommen würde.[16] Dort hatte Greenspan unter anderem gesagt:

„The new instruments of risk dispersal have enabled the largest and most sophisticated banks, in their credit-granting role, to divest themselves of much credit risk by passing it to institutions with far less leverage. Insurance companies, especially those in reinsurance, pension funds, and hedge funds continue to be willing, at a price, to supply credit protection. “[17]

Fast reumütig räumen *Franke/Krahnen* ein, der Risikotransfer sei für die Profession augenfällig gewesen. Auf einen harten empirischen Nachweis sei deshalb verzichtet worden.[18] Dass in diesem Zusammenhang von intellektueller Vereinnahmung (intellectual capture) gesprochen wird, markiert einen Wendepunkt: Erstmals wird wissenschaftlich eingeräumt, dass der Eigennutz – hier verstanden als das ausgeprägte Interesse der finanzwirtschaftlichen Akteure, besonders der Investmentbanken, langfristige Risiken zu vermeiden – nicht ausgereicht hat, um die Anhäufung von Risiken zu erkennen, die von den einzelnen Akteuren weder gesehen wurden, noch gesehen werden sollten (Nach mir die Sintflut!), und die daher nicht bewältigt wurden und in summa die Implosion des gesamten Finanzsystems mit sich bringen konnten. Zahlreiche Fälle belegen: Wertpapierhändler haben im Bewusstsein, schlimmstenfalls ihren Job zu verlieren, die Existenz ihrer Bank aufs Spiel gesetzt. *Wullweber* zieht in seiner Studie ebenfalls eine ernüchternde Bilanz, meint allerdings, die Haftungserweiterung der Eurozone sei ein geeigneter Weg zur Finanzstabilität, um sich „marktliberaler“ Instabilität entgegenzustellen.[19]

---

[13] Vgl. BVerfG vom 30.07.2019 „Bankenunion“ (2 BvR 1685/14 und 2 BvR 2631/14) sowie BVerfG vom 13.10.2022 BvR 1111/21.

[14] Vgl. zur Dokumentation der Verfassungsbeschwerde gegen die Bankenunion: *Kerber* (2020).

[15] *Kirchgässner* (2000), S. 201 ff.

[16] *Greenspan* (2005).

[17] Sehr kritisch zur Selbstüberschätzung von Greenspan: *Mallaby* (2016).

[18] *Krahnen/Franke* (2009).

[19] *Wullweber* (2021).

Die späte Reue der Wirtschaftswissenschaft und eines weltweit anerkannten, fünfmal im Amt bestätigten Fed-Chefs wie *Greenspan*[20] erspart nicht die weitergehende Erkenntnis, dass das Geschehen auf Finanz- und Kapitalmärkten zwei Besonderheiten hat, denen im Sturme der Verbriefungspraxis das Investmentbanking nur unzureichend Rechnung getragen hat:

Die Banken leben existentiell von etwas, was sie selbst nicht geschaffen haben und nicht schaffen können: der kreditweisen Zuteilung von Zentralbankgeld. Damit soll in Erinnerung gerufen werden, dass nur die Zentralbanken ex nihilo Geld schaffen können. Über die Geldpolitik, insbesondere die Leitzinsen sowie die Kollateralpolitik, fixieren sie Bedingungen, zu denen sich die Banken bei der Zentralbank mit Geld „versorgen" können.[21] Sie schaffen damit erst die Voraussetzungen dafür, dass Banken – ob als Händler und Emittenten von Wertpapieren bzw. als Kreditgeber – tätig werden können. Dass die Neigung – insbesondere der Investmentbanken –, dieses Manna des Finanzkapitals zu möglichst niedrigen Zinsen und gegen geringwertige Kollaterale[22] zu erlangen und dieses Kapital rentabel zum Einsatz zu bringen, besonders groß ist, entspricht ihrem Interesse.

Die Verbriefbarkeit nahezu aller Risiken und ihr Handel als Wertpapier bzw. die Überzeugung, alle Risiken seien verbrief- und handelbar, hat zu der geschäftlichen Neigung geführt, Risiken nicht mehr langfristig zu halten, sondern sie lediglich zu originieren und zu distribuieren (*originate and sell*). Dies hat einen Typus von Bankkaufmann hervorgebracht, der zu Zeiten Schumpeters bestenfalls eine randständige Existenz fristete. Die heutigen Banker sind Profis der Volatilität, die von dem Auf und Ab der Märkte leben und nichts mehr fürchten als einen *flat market*.

Wenn Zentralbanken in den Mechanismus der Kapitalmärkte durch den Kauf von Wertpapieren und ihr Halten bis zur Endfälligkeit eingreifen, kann es zwischen ihnen und den Finanzakteuren zu solchen symbiotischen Beziehungen kommen, die Marktrisiken für Investoren teilweise oder vollständig suspendieren und einmalige, geldpolitisch veranlasste Gewinnchancen eröffnen.[23]

Das mit Datum vom 24.3.2020 beschlossene und am 26.3.2020 in Kraft getretene, seitdem mit Beschlüssen des EZB-Rates vom 4.6.2020 und 10.12.2020 erweiterte und verlängerte Anleihekaufprogramm PEPP[24] – bezeichnet als „Pandemisches Nothilfekaufprogramm" – veranschaulicht, wie sehr sich die EZB bei der Wahl ihres geldpolitischen Instruments entgegen ihrem normativen

---

[20] Vgl. dazu *Mallaby* (2016).

[21] *Jarchow* (2010b); *Issing* (2011).

[22] Vgl. hierzu unter § 3.V.

[23] Vgl. hierzu: *Kerber* (2021), S. 11–19.

[24] Vgl. den Beschluss (EU) 2020/440 der EZB vom 24.03.2020 zu einem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm; sowie die zugehörigen Erweiterungen, die in den Pressemitteilungen vom 4.6. und 10.12.2020 beschlossen wurden, siehe Anlagen Nr. 3 a–e.

Auftrag ausschließlich von wirtschaftspolitischen Überlegungen leiten lässt. Das PEPP wurde in engem Zusammenhang mit der am 7.4.2020 und 22.4.2020 entschiedenen radikalen Absenkung bzw. Aufgabe der Mindestanforderungen an Kollaterale, für welche Banken des Eurosystems kreditweise Zentralbankgeld erhalten[25], implementiert.

Präsentiert als Notprogramm mit beschränkter zeitlicher Geltung, ökonomisch-funktionell eine gewaltige Vergrößerung des zusammen mit dem PSPP aggregierten Aufkaufvolumens sowie der qualitativen Absenkung der Anforderungen (Verschlechterung) an notenbankfähige Pfänder schafft das PEPP eine gesteigerte Platzierungssicherheit für die Anleihen emittierenden Staaten des Euro-Währungsgebiets und motiviert Banken zum Erwerb von Wertpapieren von minderer Bonität bzw. einer solchen Bonität, die vor der Corona-Krise von der EZB nicht als „ausreichend" im Sinne von Art. 18.1, 2. Spiegelstrich, EZB-Satzung angesehen wurde. Es schafft nicht nur zugunsten der Mitgliedsländer des Euroblocks die Gewissheit der Platzierbarkeit ihrer Anleihen zu marktinadäquaten Konditionen[26], sondern erlaubt die Fortsetzung eines Geschäftsmodells, das den Wettbewerb auf den Märkten für Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets beseitigt und den Großanlegern wie Hedgefonds risikolose Gewinne („Carry trade") garantiert.

Auf der Pressekonferenz am 4.6.2020 verkündete die EZB-Präsidentin unter Hinweis auf die „Corona-bedingte" Rezession und die damit einhergehenden Risiken für eine Abwärtsbewegung der Inflationsraten den Beschluss des EZB--Rates, das Volumen des PEPP-Programms zu erhöhen. Selbst Kreise, die normalerweise der EZB wohlwollend gegenüberstehen[27], vermochten nicht länger die Herleitung des PEPP an Preisstabilitätszielen nachzuvollziehen, sondern verorteten das PEPP zusammen mit den Kollateralaufweichungen eindeutig im Bereich der „Rettung" des Euroblocks durch Offenmarktoperationen.

Welche Motive die EZB vorgibt, ist für die ökonomische Beurteilung des PEPP und die Prüfung seiner rechtlichen Vereinbarkeit mit dem Mandat der EZB gem. Art. 127 AEUV nicht entscheidend. Die deklaratorischen Ziele der EZB vermögen nicht, die objektive finanzwirtschaftliche Mechanik zu verheimlichen, welche den fortgesetzten großvolumigen Anleihenkäufen zugrunde liegt. Dafür folgendes Beispiel:

Ein Hedgefonds erwirbt italienische Staatsanleihen, die aufgrund des PEPP/PSPP auch vom Eurosystem erworben werden dürfen und finanziert diesen Erwerb durch einen Bankkredit mit Zinsen in Höhe von -50 Basispunkten. Die

[25] Vgl. den Beschluss (EU) 2020/506, die Leitlinie (EU) 2020/515 sowie die Pressemitteilungen vom 7.04. und 22.04.2020, siehe Anlagen Nr. 4 a-d.

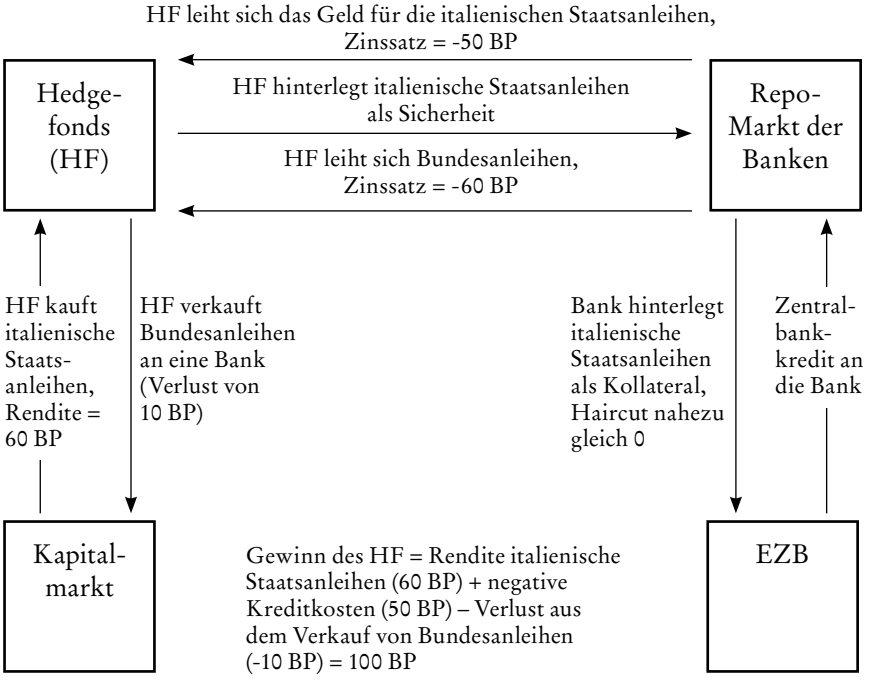
[26] So wiesen italienische Staatsanleihen zeitweise eine geringere Rendite als U.S.-Staatsanleihen auf. Vgl. hierzu näher für die Rendite von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen: https://de.investing.com/rates-bonds/italy-10-year-bond-yield

[27] Vgl. hierzu *Wolf*, Financial Times vom 21.4.2020 (sowie den Leserbrief an die Herausgeberin der FT *Rhoula Khalaf*).

Bank erhält diese Anleihen als Sicherheit und reicht sie als Kollateral für einen Zentralbankkredit gleichen Volumens beim Eurosystem ein. Der Sicherheitsabschlag für Staatsanleihen ist minimal. Der nachfolgende Kasten Nr. 1 soll den Vorgang verdeutlichen.

Durch den Ankauf von italienischen Staatsanleihen steigt allerdings das Risiko im Portfolio des Hedgefonds. Um dieses zu reduzieren, leiht er sich Bundesanleihen auf dem Repo-Markt[28] zu einem Zinssatz von -60 Basispunkten und verkauft diese an eine europäische Bank weiter. Der Hedgefonds erleidet dadurch einen Verlust in Höhe von 10 Basispunkten. Gleichzeitig erzielt er Zinsgewinne aus dem Besitz der italienischen Staatsanleihen in Höhe von 0,6 %[29] zuzüglich der negativen „Finanzierungskosten" in Höhe von -0,5 %. Italienische und deutsche Staatsanleihen sind geeignet, das Risiko im Portfolio zu reduzieren, da sie eine hohe Korrelation aufweisen.[30]

Kasten Nr. 1: Hedge-Fonds und EZB-Geldpolitik



[28] Der Repo-Markt ist der Markt für Rückkaufvereinbarungen (repurchase operations). Auf diesem werden Sicherheiten an einen Geschäftspartner verkauft, wobei eine Rückkaufpflicht für einen späteren Zeitpunkt festgesetzt wird. Die Sicherheit dient als Kollateral.

[29] Das war die damalige Rendite von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen. Siehe https://de.investing.com/rates-bonds/italy-10-year-bond-yield.

[30] Siehe Kasten Nr. 1.

Ein weiterer Vorteil für den Hedgefonds ergibt sich daraus, dass die Differenz der Renditen beider Staatsanleihen und somit das Marktrisiko steigender Risikoaufschläge reduziert wird. Als Gewinn aus der Transaktion erzielt der Hedgefonds einen Betrag in Höhe von 1 % des Kaufvolumens. Wenn die Kapitalgewinne einbezogen werden, fällt der Gewinn sogar wesentlich höher aus. Falls der Spread zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen um 0,1 % sinkt, erwirtschaftet der Hedgefonds dadurch einen zusätzlichen Gewinn in Höhe von 1 %.

Vor den Ankaufprogrammen des Eurosystems wäre dieses Geschäft marktkonform gewesen, da die Hedgefonds dann das Risiko der italienischen Staatsanleihen hätten tragen müssen. Aber durch ihre Kaufprogramme (PSPP + PEPP) hat die EZB die Renditen von europäischen Staatsanleihen auf historisch niedrige Niveaus gesenkt.[31] Auffällig daran ist, dass neue Programme aufgelegt wurden, sobald die italienischen Anleihen eine Rendite aufwiesen, die für Italien wegen ihrer Höhe nicht mehr tragbar gewesen wäre.

So erklärt sich das PEPP in ökonomischer Hinsicht: Als die Corona-Krise und in ihrer Folge die Ungewissheit über die Schuldentragfähigkeit bei hochverschuldeten Staaten die zu zahlenden Zinsen nach oben trieben, beschloss die EZB, die Ungewissheit der Marktentwicklungen zu beseitigen. So entstand das PEPP. Die Zinsen für italienische Anleihen sanken sofort.[32] Durch ein solches Vorgehen wird auch das Risiko für die Anleihenkäufe durch Hedgefonds minimiert. Der Kapitalmarkt ist sich dieser risikolosen Möglichkeit, aufgrund anhaltender großvolumiger Aufkäufe des Eurosystems Gewinne zu realisieren, bewusst.

Hedgefonds und Banken werden auf diese Weise von der EZB / dem Eurosystem dafür subventioniert, dass sie Anleihen, die Gegenstand der Kaufprogramme sind, „lagern". Die Märkte verneinen jedes Ausfallrisiko, weil bei ihnen die Erwartung fest verankert ist, die EZB werde stets neue Kaufprogramme zur Stützung von Hochschuldenländern auflegen. Die EZB ist hierzu zwar nicht verpflichtet, angesichts der Gefahr von kollabierenden Staatsanleihemärkten gehen Hedgefonds aber von dieser „impliziten Garantie"[33] makroökonomischer Fundierung aus. Diese konterkariert das Telos des Art. 125 AEUV indes gänzlich.

Im Folgenden soll zunächst der Frage nachgegangen werden, wie es dem Finanzkapitalismus gelingen konnte, zulasten der Allgemeinheit Herrschaft und Haftung auf den Kapitalmärkten zu entkoppeln. Des Weiteren soll anhand der staatlichen Reaktion auf die Finanz- und Bankenkrise untersucht werden, wie diese Maßnahmen im Hinblick auf die Restitution der Identität von Herrschaft

[31] Zum fraglichen Zeitpunkt wiesen lediglich 10-jährige Staatsanleihen von Griechenland, Spanien, Portugal und Italien überhaupt eine positive Rendite auf. Siehe https://de.investing.com/rates-bonds/european-government-bonds.

[32] Danach lagen sie unter den Zinsen für U.S.-Anleihen.

[33] Zur impliziten Garantie in der Finanzwirtschaft siehe *Burghof* (2012).

und Haftung zu beurteilen sind. Zugespitzt formuliert: Hat der Staat den Finanzkapitalismus wenigstens repariert oder sind die bereits beschriebenen systemischen Fehlentwicklungen nur palliativ behandelt worden, so dass sich die Regierungen den Vorwurf der „Konkursverschleppung" gefallen lassen müssen?

Selbstkritik müsste die staatliche Gewalt angesichts der Ergebnisse ihrer Politik – jedenfalls in Deutschland – ohnehin üben: Obwohl im Wege von Garantieübernahmen zulasten künftiger Generationen Kreditinstitute mit angeblich systemischer Bedeutung vor dem Zusammenbruch gerettet wurden, hat dies die „Versorgung" der Industrie mit Krediten nicht optimiert. Gleiches gilt für die langjährige Niedrigzinspolitik der EZB, ganz zu schweigen von der langjährigen Nullzins-Politik der amerikanischen Zentralbank. Nach der Liquiditätsstarre auf dem internationalen Markt infolge der Finanzkrise hat die Versorgung der Realwirtschaft mit Krediten lange das Niveau der Vorkrisenzeit nicht wieder erreicht.[34] Die Finanzkrise von 2008 hat also nicht nur eine Rezession verursacht, sondern diese verlängert.

Während die geldpolitischen Maßnahmen der EZB weiterhin im Brennpunkt ökonomischer Kontroverse und regelmäßig auf dem Prüfstand juristischer Überprüfung vor dem Bundesverfassungsgericht und vor dem EuGH stehen, wird über das Konzept der Marktwirtschaft auf den Kapitalmärkten auch von moderaten Stimmen zunehmend kritisch nachgedacht. *John Plenders* großes Essay[35] lädt zum Nachdenken ein und ist gewiss eine stilvolle Auseinandersetzung mit den unaufschiebbaren Fragen nach der Stabilität und damit der Nachhaltigkeit des gegenwärtigen westlichen Finanzsystems. *Plender* spannt einen großen Bogen von den Anfängen des Kaufmannskapitalismus bis zum heutigen, von unterschiedlichsten Finanzakteuren beherrschten Geschehen auf den Kapitalmärkten. Offen in seiner Analyse und pragmatisch in seinen Schlussfolgerungen, setzt er sich distanziert mit den Anreizsystemen von Managern in börsennotierten Unternehmen und Investmentfonds auseinander, zieht die Schriften von *Minsky* über die inhärente Instabilität des Kapitalismus[36] zu Rate und scheut sich nicht, Goethes Faust II samt seiner Beschreibung der teuflischen Versuchung des Papiergeldes ausgiebig zu zitieren, um die Triebkräfte des Kapitalismus bloßzustellen.[37] Er ist trotz dieser skeptischen Distanz zum Finanzkapitalismus und seiner Ideologie („individuelle Gier fördert den allgemeinen Wohlstand"[38]) nicht zu einer Verdammung des Kapitalismus bereit.[39]

---

[34] *Bauer/Imwinkelried* (2018).

[35] *Plender* (2016).

[36] *Minsky* (2008).

[37] *Plender* (2016), S. 278 ff.

[38] Ebenda, S. 299, „the belief that the nastiest motives of the nastiest men somehow work for the best results in the best of all worlds."

[39] Ebenda, S. 209.

Ähnlich äußert sich im Ergebnis der Sozialhistoriker *Jürgen Kocka*. In seiner Geschichte des Kapitalismus[40] schärft Kocka den Begriff anhand der Geschichte seiner Semantik und geht ausführlich und ebenso kritisch wie *Plender* auf die „Finanzialisierung" des Kapitalismus aufgrund der Macht der Kapitalmärkte ein.[41] Gleichwohl preist Kocka die immense Wandelbarkeit des Kapitalismus und weist der Kapitalismuskritik hierbei eine konstruktive Rolle zu.[42] Erst in jüngster Vergangenheit wurde das politische Gewicht der Finanzbranche durch die Fusion von Credit Suisse und UBS veranschaulicht. Die Schweizer Bundesregierung wusste angesichts des internationalen Drucks kein anderes Mittel, als per Notverordnung diese Zwangsehe zu stiften. Nun hängt das fiskalische Schicksal der Schweiz am seidenen Faden des Gelingens dieser Sanierungsfusion.[43]

Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf die empirische Analyse der EZB-Geldpolitik und ihrer Instrumente sowie der jüngsten Erfahrungen mit der europäischen Bankenaufsicht. Sie könnten sich aber als Ausgangspunkt für eine Revision des Kapitalismus-Konzeptes ganz allgemein eignen.[44]

Die Darstellung und kritische Analyse der Geldpolitik der EZB sowie der EU-Bankenaufsicht sind also eine Einladung, über die Nachhaltigkeit dieses Systems und seine inhärente Instabilität sowie Optionen zu seiner Stabilisierung und ggf. seine Überwindung nachzudenken.

---

[40] *Kocka* (2013).
[41] Ebenda, S. 92 ff.
[42] Ebenda, S. 128.
[43] Vgl. UBS/Credit Suisse in § 8, IV.
[44] Hierzu der Überblick bei *Kromphardt* (2015).