

**OTH**

Amberg-Weiden

# im Dialog

Weidener Diskussionspapiere

**Rechtliche Überlegungen zur Position der  
Sparer und institutionellen Anleger mit Blick  
auf die Niedrigzins- bzw. Negativzinspolitik  
der Europäischen Zentralbank**

**Prof. Dr. Ralph Hirdina**

**Diskussionspapier Nr. 49  
April 2015**

# Impressum

**Herausgeber**

Prof. Dr. Franz Seitz und Prof. Dr. Horst Rottmann

Ostbayerische Technische Hochschule Amberg-Weiden

University of Applied Sciences, Abt. Weiden

Hetzenrichter Weg 15, D-92637 Weiden

Telefon: +49 961 382-0

Telefax: +49 961 382-2991

e-mail: [weiden@oth-aw.de](mailto:weiden@oth-aw.de)

Internet: [www.oth-aw.de](http://www.oth-aw.de)

**Druck** Hausdruck

Die Beiträge der Reihe "OTH im Dialog: Weidener Diskussionspapiere" erscheinen in unregelmäßigen Abständen.

Bestellungen schriftlich erbeten an:

Ostbayerische Technische Hochschule Amberg-Weiden

Abt. Weiden, Bibliothek, Hetzenrichter Weg 15, D-92637 Weiden

Die Diskussionsbeiträge können elektronisch unter [www.oth-aw.de](http://www.oth-aw.de) abgerufen werden.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung vorbehalten. Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

**ISBN 978-3-937804-51-4**

# **Rechtliche Überlegungen zur Position der Sparer und institutionellen Anleger mit Blick auf die Niedrigzins- bzw. Negativzinspolitik der Europäischen Zentralbank**

Ralph Hirdina

April 2015

University of Applied Sciences Aschaffenburg  
Würzburger Str. 45  
D-63743 Aschaffenburg  
Germany  
[ralph.hirdina@h-ab.de](mailto:ralph.hirdina@h-ab.de)

## **Abstract:**

The following paper examines, if fundamental rights of depositors and institutional investors like insurances and if democratic principles are violated by the ECB policy of low or negative interest rates, especially by the quantitative easing program. Three topics are discussed from a legal point of view: Is the right of property, guaranteed by the European Charta of fundamental rights and by the German constitution, concerning money just a formal one or a material one too? Does the quantitative easing program of the ECB harm fundamental rights of institutional investors like insurances and depositors, especially the right to make money with interests? Are losses of wealth by low or negative interest rates in the Eurozone in truth illegal taxes?

Keywords: ECB, interest rates, democratic principles, hidden taxes

JEL: G28, H 81, K 34, P 11

### **Deutscher Abstract:**

Das vorliegende Papier wirft die Frage auf, ob Grundrechte institutioneller Anleger und Sparer durch die Negativ- bzw. Niedrigzinspolitik der EZB, insbesondere durch das Staatsanleihenkaufprogramm (Quantitative Easing) verletzt sind. Drei Aspekte werden aus rechtlicher Sicht diskutiert: Ist die Eigentumsgarantie für Geld in der Grundrechtecharta der Europäischen Union und dem deutschen Grundgesetz nur eine formale oder auch eine materielle? Verletzt das QE-Programm der EZB das fundamentale Recht institutioneller Anleger und Sparer zur Generierung von Zinseinnahmen? Sind Vermögensverluste durch entgangene Zinseinnahmen oder Negativzinsen in Wahrheit Steuern ohne Rechtsgrundlage?

Schlüsselbegriffe: Rechtlicher Schutz des Geldes,; Staatsanleihenkaufprogramm, verkappte Steuern

## I. Einleitung

Darf die Frage nach einer zulässigen oder unzulässigen „Enteignung“ der Sparer durch die Niedrigzins- bzw. Negativzinspolitik<sup>1</sup>, insbesondere im Zuge des Staatsanleihenkaufprogramms der EZB, auch als Quantitative Easing (QE)<sup>2</sup> bezeichnet, aus rechtlicher Sicht überhaupt gestellt werden? Folgende Argumente könnten dagegen sprechen:

- Die EZB ist unabhängig. Im Rahmen ihres geldpolitischen Mandats ist ihr Handeln nicht justitiabel.
- Die Sparer haben Ausweichmöglichkeiten, bspw. können sie in Aktien, Immobilien, Fremdwährungen oder sonstige Anlagen wie Schiffsfonds, Flugzeugfonds, etc. investieren.
- Geldpolitik, die „sichere“ Anlagen weitgehend unrentabel werden lässt, kann mit Blick auf die Unabhängigkeit der Notenbank einer rechtlichen Überprüfung nicht unterzogen werden. Jedes Auftreten der EZB am Finanzmarkt führt notwendigerweise zu Marktbewegungen, die rechtlich nicht bewertbar sind.
- Die Verfassungsordnung garantiert keine Rahmenbedingungen für sichere Mindesterträge auf Sparguthaben.

Vor diesem Hintergrund scheinen Sparer und institutionelle Anleger, namentlich Lebensversicherungen, die auf eine sichere und risikolose Geldanlage bspw. in Form der Investitionen in Staatsanleihen angewiesen sind, sich auf keine Rechtspositionen zurückziehen zu können, die sie der gegenwärtigen EZB-Geldpolitik entgegensetzen könnten.

Der EZB mag aus ökonomischer Sicht<sup>3</sup> zugestehen sein, dass sie mit ihrer Leitzinspolitik nahe der Nulllinie auf die Vermeidung eines anhaltenden Deflationsszenarios abzielt. Infolge der Leitzinspolitik nahe der Nulllinie sind die Zinsen der Banken für Sicht-, Termin- und Sparguthaben auf weit unter 1% gesunken.<sup>4</sup> Dies müssen aus ökonomischer Sicht die Sparer akzeptieren, solange die Inflationsrate in der Eurozone im Negativbereich liegt, also Deflation herrscht.<sup>5</sup> Die Festlegung der Notenbankleitzinsen nahe der Nulllinie bei einem zu befürchtenden Deflationsszenario wird aus ökonomischer und rechtlicher Sicht schwerlich zu beanstanden sein.

---

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank, EZB-Zinssätze, gültig ab 10.09.2014

<sup>2</sup> Wirtschaftswoche, EZB beschließt Kaufprogramm von 60 Milliarden pro Monat, 22.01.15

<sup>3</sup> Gedankt sei Thomas Jost sowie dem Aktionskreis „Stabiles Geld“ für wertvolle Hinweise

<sup>4</sup> Euribor-rates.eu, vgl. die Eonia-Zinssätze, die aktuell im negativen Bereich liegen; Eonia = Euro Over Night Index Average; Eintägiger interbankärer Zinssatz für die Eurozone, Tagesgeldvergleich

<sup>5</sup> Negative Inflationsrate 12/14: -0,2%; 01/15: -0,6%; 02/15: -0,3%; Statista, Eurzone-Inflationsrate 02/14 bis 02/15

Weit kritischer anzusehen ist das von der EZB beschlossene Staatsanleihenkaufprogramm. Im Rahmen des Quantitative Easing (QE) kauft die EZB von März 2015 bis September 2016 und erforderlichenfalls darüber hinaus für 60 Milliarden Euro pro Monat Staatsanleihen, was zu einer erheblichen Verzerrung der Marktbedingungen für Staatsanleihen führt und geldpolitisch nicht gerechtfertigt erscheint.<sup>6</sup>

Im Nachfolgenden sollen vor allem mit Blick auf das Staatsanleihenkaufprogramm der EZB rechtliche Überlegungen angestellt werden, um zu eruieren, ob in einem demokratischen Rechtsstaat die Geldvermögenssubstanz der Sparer einschließlich der Möglichkeit zur Erwirtschaftung positiver Zinserträge bei einer weitgehend risikolosen Anlage möglich sein muss. Zwar hat der Generalanwalt beim EuGH Cruz Villalón in seinen Schlussanträgen im Zusammenhang mit der Entscheidungsvorlage des Bundesverfassungsgerichts zum EuGH zur Frage der Rechtmäßigkeit des OMT-Beschlusses Folgendes angemerkt:

„...die Konzipierung und Durchführung der Währungspolitik liegt in der ausschließlichen Zuständigkeit der EZB. Zur Erfüllung ihrer Aufgabe verfügt die EZB über technische Kenntnisse und wertvolle Informationen, die es ihr im Zusammenwirken mit ihrem Ansehen und ihrer Kommunikationspolitik ermöglichen, mit vorhandenen Erwartungen der Marktteilnehmer so umzugehen, dass die geldpolitischen Impulse tatsächlich die Wirtschaft erreichen. Zu diesem Zweck muss die EZB für die Konzipierung und Durchführung der Währungspolitik der Europäischen Union über ein weites Ermessen verfügen. Die Gerichte haben ihre Kontrolle der Tätigkeit der EZB mit einem erheblichen Maß an Zurückhaltung vorzunehmen, da ihnen die Spezialisierung und Erfahrung fehlen, die die EZB auf diesem Gebiet besitzt.“<sup>7</sup>

Dem Generalanwalt beim EuGH ist zuzugestehen, dass die EZB bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik einen weiten Ermessensspielraum hat. Ausdrücklich zurückgewiesen werden muss allerdings das Argument, die EZB müsse sich keiner rechtlichen Überprüfung stellen, weil den Gerichten auf dem Gebiet der Geldpolitik die Spezialisierung und Erfahrung fehle. In einem Rechtsstaat darf es keine Rechtsgleichung geben, die besagt, je größer die Spezialisierung und Erfahrung einer Institution, desto weniger unterliegt ihr Handeln einer Rechtskontrolle.

---

<sup>6</sup> Wirtschaftswoche, EZB beschließt Kaufprogramm von 60 Milliarden pro Monat, 22.01.15, Jost/Seitz, Zehn Argumente gegen das Quantitative Easing Programm der EZB, ifo-Schnelldienst, Heft 4, 2015.

<sup>7</sup> EuGH, Pressemitteilung Nr. 2/15 vom 14.01.2015, Schlussanträge des Generalanwalts Cruz Villalón in der Rechtssache C-62/14

Außerordentliche Maßnahmen der Geldpolitik zwingen die Rechtswissenschaft und die Gerichte vielmehr dazu, die rechtlichen Grenzen geldpolitischen Handelns zu diskutieren, klar herauszuarbeiten und zu setzen. Geldpolitik kann, wie jede andere Form staatlichen Handelns auch, in Grundrechte eingreifen und muss mit Blick auf die Unabhängigkeit der EZB, die keiner parlamentarischen Kontrolle unterliegt, einer Rechtmäßigkeitskontrolle standhalten.

## **II. Rechtliche Erwägungen**

### **Aspekt 1: Euro als gesetzliches Zahlungsmittel und Eigentumsgarantie**

Sparer müssen sich auf die Eigentumsgarantie auch zum Schutz des materiellen Geldwertes berufen können, vor allem dann, wenn Geld den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels hat. Die Frage nach dem Schutz des materiellen Geldwertes stellt sich insbesondere dann, wenn über Einlagenzinsen bzw. Zinseinnahmen aus nationalen Staatsschuldverschreibungen der Kaufkraftverlust infolge von Inflation nicht mehr ausgeglichen werden kann. Eine derartige Situation liegt bei deflationären Tendenzen eigentlich nicht vor. Würden die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, insbesondere das Staatsanleihenkaufprogramm, die Inflation, wie intendiert, anheizen und würde die EZB bei ihrer Null- bzw. Niedrigzinsleitpolitik bleiben, stellte sich die Frage nach dem rechtlichen Schutz des materiellen Geldwertes. Denn mit Einlagenzinsen und mündelsicheren Anlagen i.S.d. § 1807 BGB muss es mittelfristig möglich sein, materielle Kaufkraftverluste, die auf Inflation beruhen, auszugleichen.

Schließen zwei Wirtschaftssubjekte einen Vertrag, resultieren daraus regelmäßig Verpflichtungen. Verpflichtungen können in einer Geldschuld bestehen. Beispielhaft sei an dieser Stelle § 433 Abs. 2 BGB genannt, wonach der Käufer verpflichtet ist, dem Verkäufer den vereinbarten Kaufpreis zu zahlen. Gemäß § 362 Abs. 1 BGB erlischt das Schuldverhältnis nur, wenn die geschuldete Leistung an den Gläubiger bewirkt wird. Ein „Bewirken“ der Leistung im vorgenannten Sinne, die aus einer Geldschuld besteht, kann nur durch die Übereignung von Bargeld, welches der Staat als gesetzliches Zahlungsmittel zur Verfügung stellt, erfolgen.<sup>8</sup> Eine Begleichung der Geldschuld durch Überweisung ist nur bei entsprechender Vereinbarung der Vertragsparteien möglich, da im Falle der Überweisung die

---

<sup>8</sup> BeckOK BGB/Dennhardt BGB § 362 Rn. 22

Tilgung der Geldschuld durch die Gewährung einer Forderung gegenüber einer Bank erfolgt. Rechtlich liegt bei der Überweisung ein Fall der Annahme an Erfüllung statt gemäß § 364 Abs. 1 BGB vor, bei der eine Tilgungswirkung nur eintreten kann, wenn der Gläubiger eine endgültige Verfügungs- bzw. Vermögensposition erhält, die derjenigen des Bargeldempfängers gleichkommt.<sup>9</sup>

Das rechtliche Instrument des gesetzlichen Zahlungsmittels stellt sicher, dass in einer Wirtschaftsordnung Bargeld zur Verfügung steht, das von jedem Gläubiger zum Zwecke der Schuldtilgung entgegen genommen werden muss. Man spricht vom sogenannten Annahmehzwang. Der Staat nimmt damit das Monopol für sich in Anspruch, Bargeld als Zahlungs- bzw. Wertaufbewahrungsmittel zu schaffen, um die Möglichkeit der Schuldtilgung zu garantieren.

Gemäß Art. 10 und Art. 11 der Euroeinführungsverordnung<sup>10</sup> haben auf Euro lautende Banknoten und Münzen seit 1. Januar 2002 unbeschadet einer Übergangszeit von sechs Monaten die Eigenschaft eines gesetzlichen Zahlungsmittels. Niemand ist verpflichtet, bei einer Zahlung mehr als fünfzig Münzen anzunehmen.

Vor dem Hintergrund, dass nur der Staat die Rechtsmacht hat, Geld als gesetzliches Zahlungsmittel zu schaffen, trägt er als Monopolist des Schuldtilgungsinstruments auch eine besondere Verantwortung dafür, dass Geld als gesetzliches Zahlungsmittel werthaltig bleibt und in seiner Substanz nur in verfassungsgemäßen Bahnen angetastet wird. Werden Gläubiger in einer Rechtsordnung gezwungen, Bargeld zur Tilgung von Geldschulden entgegenzunehmen, muss der Staat seine Währungs- und Wirtschaftspolitik so ausrichten, dass das Geldvermögen mit Blick auf die Eigentumsgarantie in seiner Substanz unter Berücksichtigung möglicher Zinseinnahmen nicht geschmälert wird. Schafft die Geldpolitik bspw. Marktbedingungen, die über einen längeren Zeitraum dazu führen, dass über Zinseinnahmen die Geldentwertung infolge von Inflation nicht ausgeglichen werden kann, läge ein mit Blick auf die Eigentumsgarantie nicht mehr akzeptabler Eingriff in die Vermögenssubstanz des Geldes vor. Nur so lässt sich auch das dem deutschen Geldschuldrecht zugrunde liegende Prinzip des Nominalismus rechtfertigen. Ihm zufolge ist

---

<sup>99</sup> BGH NJW 1999, 210

<sup>10</sup> Verordnung (EG) Nr. 974/98 des Rates vom 3. Mai 1998 über die Einführung des Euro Amtsblatt Nr. L 139 vom 11/05/1998 S. 0001 - 0005

der Nennbetrag der währungsrechtlichen Grundeinheit für den Umfang der Zahlungsverbindlichkeit relevant, nicht aber der wirtschaftliche Wert.<sup>11</sup>

Die EZB ist als Organ der Europäischen Union an die EU-Grundrechtecharta gebunden. Gemäß Art. 6 Abs. 1 EUV erkennt die Union die Rechte, Freiheiten und Grundsätze an, die in der Charta der Grundrechte der Europäischen Union vom 07. Dezember 2000 in der am 12. Dezember 2007 in Straßburg angepassten Fassung niedergelegt sind. Die Charta und die Verträge sind rechtlich gleichrangig.<sup>12</sup> Art. 17 EU-Grundrechtecharta garantiert das Eigentumsgrundrecht, wobei die rechtlichen Grenzen des Schutzes des materiellen Geldwertes in Rechtsprechung und Wissenschaft höchst umstritten sind.

Das Bundesverfassungsgericht interpretiert die Eigentumsgarantie in Bezug auf den materiellen Geldwert dergestalt, dass sich eine staatliche Wertgarantie des Geldes nicht verwirklichen könne.<sup>13</sup> Im Zusammenhang mit der Einführung des Euro urteilte das Bundesverfassungsgericht, der Staat sei nicht befähigt, den Geldwert grundrechtlich zu garantieren. Dies ergäbe sich aus folgender Erwägung:

„Allerdings ist der Geldwert in besonderer Weise gemeinschaftsbezogen und gemeinschaftsabhängig. Er bildet sich im Rahmen der staatlichen Währungshoheit und Finanzpolitik wesentlich auch durch das Verhalten der Grundrechtsberechtigten selbst, insbesondere über Preise, Löhne, Zinsen, wirtschaftliche Einschätzungen und Bewertungen. Der Außenwert des Geldes folgt aus der Beziehung des nationalen Geldes zu anderen Währungen und deren staatlichen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Grundlagen. In diesen Abhängigkeiten kann der Staat den Geldwert nicht grundrechtlich garantieren. Wie Art. 14 Abs. 1 GG beim Sacheigentum nur die Verfügungsfreiheit des anbietenden Eigentümers, nicht aber die Bereitschaft des Nachfragers gewährleisten kann, so kann das Grundrecht des Eigentümers auch beim Geld nur die institutionelle Grundlage und die individuelle Zuordnung gewährleisten.“<sup>14</sup>

Festgehalten hat das Bundesverfassungsgericht allerdings auch: „Die Bundesregierung sowie Bundestag und Bundesrat tragen mit ihrem Auftrag, die Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft mitzugestalten und damit den Anforderungen des Art. 88 S. 2 GG zu genügen, auch zur objektiv-rechtlichen Sicherung des Geldeigentums und insoweit zur

---

<sup>11</sup> Grothe in BeckOK BGB § 244, Rn 12

<sup>12</sup> Calliess/Ruffert/Thorsten Kingreen EUV Art. 6

<sup>13</sup> BVerfG HFR 1969, 347; Häde, Der verfassungsrechtliche Schutz des Geldwertes, WM 2008, 1717

<sup>14</sup> BVerfGE 97, 350, 371; NJW 1998, 1934, 1937

Gewährleistung des Art. 14 GG bei.<sup>15</sup> Hieraus könnte man schließen, dass sich Grundrechtsträger auf den Schutz des materiellen Substanzwertes des Geldes letztlich doch berufen können, wenn sich die Währungsunion zusehends dem Prinzip der Stabilitätsgemeinschaft abwenden sollte.

Zu begrüßen sind allerdings auch vereinzelte Vorstöße in der rechtswissenschaftlichen Literatur, wonach der Tauschwertgarantie des Geldes ein rechtlicher Schutz über die Eigentumsgarantie zukommen müsse. Denn im Gegensatz zu sonstigen Sachgütern habe Geld keinen vom Tauschwert gelösten Besitz- oder Nutzwert. Nur über den verfassungsrechtlichen Wertschutz des Geldes könne die Eigentumsgarantie ihren Zweck, dem Bürger einen Freiheitsraum im vermögensrechtlichen Bereich sicherzustellen, erfüllen.<sup>16</sup>

Nur so kann auch das vom Bundesverfassungsgericht bemühte Dostojewski-Zitat „Geld ist geprägte Freiheit“ seine wahre Bedeutung entfalten.<sup>17</sup> Denn was ist Geld ohne wahren materiellen Substanzwert?

Liegt die reale Inflationsrate über einen wesentlichen Zeitraum höher als der Zins für Bankeinlagen, den die EZB mit ihren Leitzinsen steuert, und über dem Marktzins für Bundesanleihen, den die EZB mit dem QE-Programm erheblich verzerrt, erfolgt ein unverhältnismäßiger Eingriff in den materiellen Substanzwert des Geldes. Sparer müssen einen solchen Eingriff in ihr Eigentumsgrundrecht, wenn er mit Blick auf die Intensität und Dauer vermögensbeachtlich wird, nicht mehr hinnehmen. Erst recht muss dies für von Sparern ggf. zu entrichtende Nominalnegativzinsen gelten, wenn Inflation herrscht oder die Negativzinsen höher sind als eine etwaige Geldwertsteigerung infolge von Deflation.

## **Aspekt 2: Eingriff in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger**

Das Staatsanleihenkaufprogramm der EZB stellt bei genauer Betrachtung einen rechtlich erheblichen Eingriff in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger dar. Die Grundrechte-Charta der EU garantiert in Art. 16 in Abgrenzung zur in Art. 15 verbürgten Berufsfreiheit jedwede selbständig ausgeübte Form der wirtschaftlichen

---

<sup>15</sup> BVerG NJW 1998, 1934, 1938

<sup>16</sup> Papier, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 14 (Bearbeitung Juni 2002) Rdn. 187 ff.

<sup>17</sup> Vgl. Nachweise bei Häde, Der verfassungsrechtliche Schutz des Geldwertes, WM 2008, 1717; BVerfGE 97, 350, 371, Zur Herkunft dieses Satzes siehe Lepsius, JZ 2002, 313, 314 Fn. 6; Ohler, JZ 2008, 317

Betätigungsfreiheit.<sup>18</sup> Sparer und institutionelle Anleger wie bspw. Versicherungen verfolgen mit ihrem Ansinnen, Zinsgewinne zu erzielen, eine Erwerbsabsicht und fallen daher in den Schutzbereich der wirtschaftlichen Betätigungsfreiheit. Führt die EZB als von den Mitgliedstaaten der EU ins Leben gerufene und damit dem öffentlich-rechtlichen Bereich zuzuordnende Institution durch ihre Geldpolitik über einen längeren Zeitraum eine Marktsituation herbei, die praktisch keine Zinserträge mehr möglich macht oder die sogar Negativzinsen bedingt, liegt ein faktischer, nicht normativer Eingriff in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Marktakteure vor, der ebenso grundrechtsrelevant ist wie ein normativer.<sup>19</sup> Die durch die EZB-Politik des billigen Geldes herbeigeführte Zinsmarktsituation am deutschen Staatsanleihenmarkt greift in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit ein, unabhängig davon, ob es sich um Sparer, Banken oder Versicherungen handelt, da sie für ihre Investitionen am Staatsanleihenmarkt praktisch keine Zinseinnahmen mehr erzielen können. Die EZB hat mit ihrem Monopol zur unbegrenzten Geldschöpfung durch die Flutung der Eurozone mit praktisch zinslosem Notenbankgeld die Generierung von Zinseinnahmen am Staatsanleihenmarkt erheblich erschwert, wenn nicht gar unmöglich gemacht. Ein Eingriff der EZB in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger liegt damit sehr nahe. Anerkannt ist beispielsweise, dass durch gemeinschaftsrechtlich veranlasste Konkurrenz öffentlich-rechtlicher Unternehmen in die Berufsfreiheit von privaten Wirtschaftsunternehmen eingegriffen werden kann.<sup>20</sup> Jeder Eingriff in die Berufsfreiheit, ob er nun normativ oder nicht normativ erfolgt, bedarf einer gesetzlichen Grundlage.

Die EZB könnte ihren Eingriff in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger zwar auf Art. 127 AEUV als Rechtsgrundlage stützen, wonach sie die grundlegende Aufgabe hat, die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen. Art. 127 AEUV legitimiert den Eingriff der EZB in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger jedoch nur dann, wenn sich die EZB mit ihrer Geldpolitik noch im Rahmen ihres geldpolitischen Mandats bewegt. Erhebliche Zweifel sind hier angebracht, wie schon die Vorlage des Bundesverfassungsgerichts zur Überprüfung der Rechtmäßigkeit des OMT-Beschlusses der EZB an den EuGH zeigt.<sup>21</sup> Auch die kontinuierliche Einbindung der EZB in Gesprächsrunden der Regierungschefs der Eurozone zur Bewältigung der

---

<sup>18</sup> Calliess/Ruffert/Matthias Ruffert EU-GRCharta Art. 16 Rn. 1-6

<sup>19</sup> Calliess/Ruffert/Matthias Ruffert EU-GRCharta Art. 15 Rn. 11

<sup>20</sup> a.a.O.

<sup>21</sup> Bundesverfassungsgericht, Pressemitteilung Nr. 9/2014 vom 07.02.14, Hauptsacheverfahren ESM/EZB: Urteilsverkündung sowie Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union

Staatsschuldenkrise Griechenlands ist ein Indiz dafür, dass die EZB das Terrain der Geldpolitik verlassen hat und in die Rettung Griechenlands eingebunden wird, obwohl dies allein Sache der Fiskalpolitik ist. Besondere Beachtung verdient in diesem Zusammenhang das anvisierte Treffen des EU-Kommissionschefs Jean-Claude Juncker, der deutschen Bundeskanzlerin Angela Merkel, des französischen Staatspräsidenten Francois Hollande, des griechischen Ministerpräsidenten Alexis Tsipras und des EZB-Chefs Mari Draghi am Rande des EU-Gipfels.<sup>22</sup>

Gesteht man der EZB zu, sie bewege sich noch im Rahmen ihres Mandats, muss ihr Eingriff in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger am Gemeinwohlerfordernis ausgerichtet sein. Bei der Konkretisierung des Gemeinwohlerfordernisses orientiert sich der EuGH strikt an den eindeutig in Art. 3 Abs. 3 EUV normierten Gemeinschaftszielen<sup>23</sup>, namentlich der Förderung des wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalts und der Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten. Auch das Gemeinschaftsziel des Art. 3 Abs. 4 EUV, wonach die Union eine Wirtschafts- und Währungsunion errichtet, deren Währung der Euro ist, kann vorliegend zur Konkretisierung des Gemeinwohlerfordernisses herangezogen werden. Gemeinwohlerfordernis könnte damit durchaus sein, die Eurozone einschließlich Griechenlands zu erhalten, also einen „Grexit“ zu vermeiden.

Jedenfalls müsste der Eingriff durch die EZB in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger verhältnismäßig sein, selbst wenn man zugunsten der EZB vermutet, dass sie mit ihrem Staatsanleihenkaufprogramm im Rahmen ihres geldpolitischen Mandats für Preisstabilität sorgt und Deflationsgefahren bekämpfen, nicht aber hoch verschuldete Euro-Teilnehmerstaaten stützen will, zumal ihr die Staatsfinanzierung verboten ist. Im Kern geht es um die Frage, ob das Staatsanleihenkaufprogramm der EZB die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger noch verhältnismäßig beschränkt oder eben nicht.

Die Prüfung der Verhältnismäßigkeit erfolgt nach dem überkommenen dreigliedrigen Schema *Geeignetheit, Erforderlichkeit* und *Angemessenheit*.<sup>24</sup>

Zwar mögen die Niedrigzins- bzw. Negativzinspolitik und das Staatsanleihenkaufprogramm der EZB *geeignet* sein, neben der Bekämpfung von Deflationsgefahren quasi als Reflex auch

---

<sup>22</sup> Reuters Deutschland, 17.03.2015, Tsipras will Treffen mit Merkel und Draghi am Rande von EU-Gipfel

<sup>23</sup> Calliess/Ruffert/Matthias Ruffert EU-GRCharta Art. 15 Rn. 14

<sup>24</sup> Calliess/Ruffert/Matthias Ruffert EU-GRCharta Art. 15 Rn. 16

die Eurozone zu erhalten und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern. Schon an der Geeignetheit der geldpolitischen Maßnahmen könnte man zweifeln, wenn sie nicht durch geeignete Wirtschaftsreformprogramme der Eurokrisenstaaten bzw. der Europäischen Union begleitet werden. Selbst der Präsident der EZB qualifiziert die geldpolitischen Maßnahmen ohne begleitende Strukturreformen als allein nicht geeignet, in der Eurozone für Preisstabilität zu sorgen. Denn nach der Entscheidung über den milliardenschweren Kauf von Staatsanleihen mahnte EZB-Chef Draghi Strukturreformen in den Euroteilnehmerstaaten und die Schaffung einer echten Wirtschaftsunion in der Eurozone an.<sup>25</sup> Geldpolitik ist eben kein geeigneter Ersatz für notwendige Strukturreformen.

Fraglich ist auch, ob die geldpolitischen Maßnahmen mit den negativen Auswirkungen für die Sparer und institutionellen Anleger *erforderlich* sind, um die Deflation und den gestörten monetären Transmissionsprozess<sup>26</sup> in der Eurozone zu bekämpfen sowie die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union zu unterstützen. Erforderlich ist eine Maßnahme nur dann, wenn kein milderes und gleich effektives Mittel zur Verfügung steht. An der Erforderlichkeit der geldpolitischen Maßnahmen, namentlich dem Staatsanleihenkaufprogramm über eine längere Zeitspanne bestehen erhebliche Zweifel, da die Fiskal- und Wirtschaftspolitiken in den Mitgliedstaaten als effektiveres Mittel gehalten sind, die Rahmenbedingungen für Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum zu setzen.<sup>27</sup>

Die Sparer erleiden durch die aktuelle Geldpolitik der EZB zugunsten der teilweise stark verschuldeten öffentlichen Haushalte erhebliche Wohlfahrtsverluste.<sup>28</sup> Fraglich ist daher auch, ob die Wohlfahrtsverluste der Sparer *angemessen* im Verhältnis zu den Vorteilen sind, die die Politik des billigen Geldes generiert, wie bspw. Bekämpfung von Deflationsgefahren und Entlastung der Haushalte der teilweise stark verschuldeten Euroteilnehmerstaaten.

Die *Angemessenheit* der extremen Niedrigzinspolitik dürfte jedenfalls nach Ablauf einer überschaubaren Zeitspanne, die Teilnehmerstaaten für die Umsetzung von Strukturreformen benötigen, mit Blick auf die Wohlfahrtsverluste, die bei den Sparern unweigerlich eintreten, nicht mehr bejaht werden können. Die Angemessenheit der außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen der EZB kann auch nicht mit einem Verweis der Sparer und

---

<sup>25</sup> Draghi, Draghi fordert echte Wirtschaftsunion, Gastbeitrag Wirtschaftswoche, 24.01.2015,

<sup>26</sup> Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Outright-Geschäfte, Der EZB-Rat zielt mit diesem Programm darauf, einen angemessenen Transmissionsprozess und die Einheitlichkeit der Geldpolitik sicherzustellen

<sup>27</sup> Jost/Seitz, Zehn Argumente gegen das Quantitative Easing Programm der EZB, ifo-Schnelldienst, Heft 4, 2015

<sup>28</sup> Rösl, Tödter, Zins- und Wohlfahrtseffekte extremer Niedrigzinspolitik für die Sparer in Deutschland, 04.01.2015

institutionellen Anleger auf andere Anlagemöglichkeiten wie bspw. den Aktienmarkt gerechtfertigt werden, da rentierliche und weitgehend sichere Nominalzinsgeschäfte in einer freien Marktordnung möglich sein müssen, vor allem wenn institutionelle Anleger aufgrund von Anlagevorschriften zum Zwecke des Anlegerschutzes solche Investments tätigen müssen. Eine dauerhafte Verzerrung dieses Marktsegments durch die EZB ist vor dem Hintergrund ihres Monopols der Geldschöpfung verfassungsrechtlich höchst problematisch.

### **Aspekt 3: Niedrig- bzw. Negativzinsumfeld mit fiskalpolitischer Wirkung**

Bestimmte geldpolitische Maßnahmen der EZB könnten als verkappte Steuer und damit als fiskalpolitische Maßnahme gewertet werden.

Seit 10.09.2014 gelten folgende EZB-Zinssätze:

- Satz der Einlagenfazilität: -0,20%
- Satz der Hauptrefinanzierungssätze: 0,05%
- Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität: 0,30%.<sup>29</sup>
- Satz der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte: 0,05% - 0,15%<sup>30</sup>

Am negativen Zins für die Einlagefazilität lässt sich ablesen, dass Banken, die bis zum nächsten Geschäftstag Geld bei den nationalen Zentralbanken des Eurosystems parken wollen, dafür ein Entgelt leisten müssen. Das Parken überschüssiger Liquidität bei der Notenbank kostet die Geschäftsbanken Geld. Der Zinssatz für die Einlagefazilität bildet zudem die Untergrenze für den Tagesgeldsatz am Geldmarkt und ist damit einer der Leitzinsen des Eurosystems.<sup>31</sup> Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität, zu dem sich Banken von der Zentralbank Liquidität bis zum nächsten Geschäftstag gegen notenbankfähige Sicherheiten beschaffen können, bildet im Allgemeinen die Obergrenze für den Tagesgeldsatz am Geldmarkt.<sup>32</sup>

Die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte, über die das Eurosystem den Banken gegen Hinterlegung von Sicherheiten befristet Zentralbankgeld zur Verfügung stellt, wurden im Zuge der Finanzkrise von den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften in den

---

<sup>29</sup> Deutsche Bundesbank, EZB-Zinssätze, gültig ab 10.09.2014

<sup>30</sup> Deutsche Bundesbank, Nagel: Finanzierungsbedingungen für Banken haben sich verbessert, 19.09.2014

<sup>31</sup> Deutsche Bundesbank, Glossar, Einlagefazilität

<sup>32</sup> Deutsche Bundesbank, Glossar, Spitzenrefinanzierungsfazilität

Hintergrund gerückt.<sup>33</sup> Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte sind Offenmarktgeschäfte, über die das Eurosystem den Banken Zentralbankgeld für einen im Vergleich zum Hauptrefinanzierungsgeschäft längeren Zeitraum zur Verfügung stellt, Ende 2011 und Anfang 2012 sogar mit einer Laufzeit von drei Jahren und hohem Volumen.<sup>34</sup>

Über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte stellte das Eurosystem Ende 2011 und Anfang 2012 den Banken insgesamt rund eine Billion Euro zur Verfügung. Im September und Dezember 2014 wurden den Banken längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von vier Jahren und einem Volumen von bis zu 400 Milliarden Euro unter der Auflage angeboten, die Mittel für Kredite an den Privatsektor und nicht an den öffentlichen Sektor zu vergeben.<sup>35</sup>

Im Rahmen des Quantitative Easing (QE) kauft die EZB zudem von März 2015 bis September 2016 für 60 Milliarden Euro pro Monat Staatsanleihen. Die EZB hofft, dass Banken, denen sie Staatsanleihen abkauft, das Notenbankgeld an Unternehmen und Verbraucher in Form von Krediten weiterreichen.<sup>36</sup>

Die Nettorenditen börsennotierter deutscher Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu sieben Jahren liegen aktuell im negativen Zinsbereich.<sup>37</sup>

Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte in den ersten Tranchen aus 2011 und 2012 zu äußerst moderaten Zinssätzen mit einer für Notenbankkredite außergewöhnlich langen Laufzeit sprechen dafür, dass die Notenbank den Geschäftsbanken die Möglichkeit eröffnet hat, Eurokrisenstaaten zu nicht risikoadäquaten Zinssätzen zu finanzieren. Denn ein Verbot der Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor war mit den beiden ersten Tranchen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte gerade nicht verbunden. Im Rahmen der vorgenannten Tranchen hat das nationale Bankensystem der Eurokrisenstaaten den Bestand an Staatsanleihen ihrer Heimatstaaten erheblich ausgedehnt.<sup>38</sup>

Im Zusammenhang mit dem QE-Programm im Volumen von über einer Billion Euro stellt sich die Frage, ob die EZB auch damit verdeckte Staatsfinanzierung betreibt. Die Nachfrage der EZB nach Staatsanleihen im beträchtlichen Umfang führt dazu, wie sich an den

---

<sup>33</sup> Deutsche Bundesbank, Glossar, Hauptrefinanzierungsgeschäft

<sup>34</sup> Deutsche Bundesbank, Glossar, Langfristiges Refinanzierungsgeschäft, von EZB-Präsident Draghi als „Dicke Berthas“ bezeichnet

<sup>35</sup> Faz, Draghi wird zweimal mit der Kreditkanone schießen, 05.06.14

<sup>36</sup> Wirtschaftswoche, EZB beschließt Kaufprogramm von 60 Milliarden pro Monat, 22.01.15

<sup>37</sup> Deutsche Bundesbank, Kurse und Renditen börsennotierter Bundeswertpapiere, 20.03.15

<sup>38</sup> Focus Money Online, Zombiebanken erpressen die Staaten mehr denn je, 26.11.2012

Nettorenditen börsennotierter Bundeswertpapiere ablesen lässt, dass sich die öffentliche Hand verschulden kann, ohne hierfür Zinsen zahlen zu müssen. Die Sparer und institutionellen Anleger finden damit einen Staatsanleihenmarkt vor, der mit Blick auf die dortige Notenbankintervention eine gewaltige Preisverzerrung erlebt.

Ordnet man die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aus den Jahren 2011 und 2012 sowie das QE-Programm nicht mehr der Geldpolitik, sondern der Fiskalpolitik zu, kommt man zwangsläufig zu der Feststellung, dass das verzerrte Zinsniveau mit künstlich niedrig gehaltenen Zinsen, das auf die Maßnahmen der EZB zurückzuführen ist, für die Sparer wie eine Zusatzsteuer wirkt. Die Differenz zwischen dem aktuell am Staatsanleihenmarkt vorzufindenden Zinsniveau und dem ohne die außergewöhnlichen EZB-Maßnahmen gedachten Zinsniveau wäre als Zusatzsteuer für die Sparer zu qualifizieren, die diese ohne rechtliche Legitimation an den öffentlichen Sektor zu entrichten haben.

Art. 123 AEUV und Art. 21.1 ESZB-Statut verbieten die Kreditvergabe an Staaten sowie den unmittelbaren Erwerb von Staatsanleihen von Eurostaaten, um die Haushaltsfinanzierung durch die Notenbank auszuschließen. Im siebten Erwägungsgrund der VO (EG) Nr. 3603/93 des Rates vom 13.12.1993<sup>39</sup> heißt es ausdrücklich, dass das Verbot der Staatsschuldfinanzierung durch den Erwerb von Staatsschuldverschreibungen auf dem Sekundärmarkt nicht umgangen werden darf. Allein durch die Ankündigung der Dauer und des Volumens des QE-Programms können sich Investoren, die am Primärmarkt begebene Staatsanleihen übernehmen, sicher sein, sie könnten diese später am Sekundärmarkt an die EZB weiterreichen. Diese Gefahr sieht selbst der Generalanwalt beim EuGH Cruz Villalón, der in der Vorlagefrage des Bundesverfassungsgerichts an den EuGH zur Rechtmäßigkeit des OMT-Programms Stellung bezog. Das OMT-Programm könne nur dann vom geldpolitischen Mandat der EZB gedeckt sein, wenn der Kauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt tatsächlich noch die Bildung eines Marktpreises am Primärmarkt erlaube.<sup>40</sup> Wie diese korrekte Preisbildung aber tatsächlich gelingen soll, wenn die EZB mit einem Kaufprogramm im Umfang von einer Billion Euro auftritt, bleibt offen. Auch die Finanzierung von Eurokrisenstaaten über das jeweilige nationale Bankensystem mit Mitteln aus den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften könnte als verdeckte, verbotene, Staatsfinanzierung angesehen werden.

---

<sup>39</sup> Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates vom 13. Dezember 1993 zur Festlegung der Begriffsbestimmungen für die Anwendung der in Artikel 104 und Artikel 104b Absatz 1 des Vertrages vorgesehenen Verbote

<sup>40</sup> EuGH, Pressemitteilung Nr. 2/15 vom 14.01.2015, Schlussanträge des Generalanwalts Cruz Villalón in der Rechtssache C-62/14

Qualifiziert man den Zinsverlust der Sparer infolge des QE-Programms der EZB, das der Fiskal- und nicht mehr der Geldpolitik zuzuordnen ist, als Zusatzsteuer, läge ein Verstoß gegen das deutsche Grundgesetz vor. Das Grundgesetz enthält in Art. 104a ff. GG Vorschriften zur Finanzverfassung. Steuergesetze müssen demokratisch legitimiert sein und bedürfen daher der Beschlussfassung durch die gesetzgebenden Organe. Maßnahmen der EZB mit steuergleicher Wirkung sind grundgesetzwidrig, wenn sie nicht mehr von ihrem geldpolitischen Mandat gedeckt sind.

Nach der Sprechart des Bundesverfassungsgerichts läge ein sog. Ultra-vires-Akt vor, der den auf die europäische Kompetenzebene nicht übertragbaren Bereich der durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützten Verfassungsidentität des Grundgesetzes betrifft.<sup>41</sup> Anders ausgedrückt, das in Art. 38 Abs. 1 GG verankerte Demokratieprinzip wäre verletzt, da der EZB vom deutschen Souverän die Kompetenz zur Steuererhebung nicht eingeräumt wurde.

Zusätzlich wäre zu beachten, dass Negativzinsen eine Substanzbesteuerung bedeuten, die mit Blick auf das Eigentumsgrundrecht nach Art. 14 GG als besonders problematisch anzusehen sind. Eine Substanzsteuer ist zwar nicht per se verfassungswidrig. Sie darf aber den Vermögensstamm nicht angreifen.<sup>42</sup> Das Bundesverfassungsgericht hat hierzu ausgeführt: „...Die verfassungsrechtlichen Schranken der Besteuerung des Vermögens durch Einkommen- und Vermögensteuer begrenzen den steuerlichen Zugriff auf die Ertragsfähigkeit des Vermögens. An dieser Grenze der Gesamtbelastung des Vermögens haben sich die gleichheitsrechtlich gebotenen Differenzierungen auszurichten.

Die Vermögensteuer darf zu den übrigen Steuern auf den Ertrag nur hinzutreten, soweit die steuerliche Gesamtbelastung des Sollertrages bei typisierender Betrachtung von Einnahmen, abziehbaren Aufwendungen und sonstigen Entlastungen in der Nähe einer hälftigen Teilung zwischen privater und öffentlicher Hand verbleibt...“<sup>43</sup>

Qualifiziert man eine durch die EZB in bestimmten Anlagebereichen für Sparer vorzufindende Negativzinspolitik als Vermögensteuer, so darf diese nicht dazu führen, dass für Sparer die Steuerbelastung mehr als 50% des Sollertrags aller von ihnen zu versteuernden Einnahmen beträgt.

---

<sup>41</sup> Bundesverfassungsgericht, Pressemitteilung Nr. 9/2014 vom 07.02.14, Hauptsacheverfahren ESM/EZB: Urteilsverkündung sowie Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union

<sup>42</sup> BVerfG v. 22.6. 1995, BVerfG AZ 2BVL3791 2 BvL 37/91 = NJW 1995, 2615

<sup>43</sup> BVerfG NJW 1995, 2615

### **III. Fazit**

Gerade weil die EZB den Status der Unabhängigkeit genießt und ihre geldpolitischen Maßnahmen nicht der parlamentarischen Kontrolle unterliegen, muss die Frage, ob sich die EZB mit ihren geldpolitischen Maßnahmen noch im Rahmen ihres Mandats bewegt, in vollem Umfang justitiabel sein. Die Gerichte dürfen in diesem Punkt mit Blick auf das Demokratieprinzip keine Zurückhaltung üben, auch wenn sie, wie vom Generalanwalt beim EuGH ins Feld geführt, nicht über den gleichen Sachverstand auf dem Gebiet der Geldpolitik verfügen wie die EZB selbst. Die Rechtsprechung als eine der drei Gewalten in einem Rechtsstaat wird ihrem Auftrag zur Machtkontrolle nur gerecht, wenn sie auch schwierige Rechtsfragen angeht, die auf komplexen ökonomischen Zusammenhängen fußen. Gerichte können sich zur richtigen Entscheidungsfindung jederzeit sachverständiger Gutachten bedienen.

Geldpolitische Maßnahmen müssen sich, wie jeder andere staatliche Akt auch, an der Rechtsfrage messen lassen, ob sie in Grundrechte von Privatrechtssubjekten unangemessen, also unverhältnismäßig, eingreifen. Damit Sparer einer unabhängigen Notenbank nicht rechtlos gegenüberstehen, muss dem Geld ein materieller Grundrechtsschutz über die Eigentumsgarantie zukommen. Nimmt die EZB den Sparer und institutionellen Investoren mit ihren geldpolitischen Maßnahmen über einen relevanten Zeitraum hinweg die Möglichkeit, Zinserträge zu erwirtschaften, ist die Frage eines unverhältnismäßigen Eingriffs in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Sparer und institutionellen Anleger besonders zu prüfen.

Qualifizierte man Maßnahmen der EZB wie bspw. das Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen als außerhalb ihres Mandats liegend, wären hieraus resultierende Einkommens- bzw. Vermögenssubstanzverluste als verkappte Ertrags- bzw. Vermögenssteuern anzusehen, die keine Rechtsgrundlagen haben.

Dauerhafte Negativzinsen wirken wie eine Vermögenssteuer, die wegen des Substanzzugriffs mit Blick auf die Eigentumsgarantie der Sparer besonders kritisch anzusehen sind.

**Literaturverzeichnis:**

1. Bamberger/Roth, Beckscher Online-Kommentar zum BGB, Edition 34, 01.02.2015
2. Bundesgerichtshof, Erfüllung einer Geldschuld durch Banküberweisung, NJW 1999, 210
3. Bundesverfassungsgericht, HFR 1969, 347
4. Bundesverfassungsgericht 22.6. 1995, BVerfG AZ 2BVL3791 2 BvL 37/91 = NJW 1995, 2615
5. Bundesverfassungsgericht 97, 350, 371; NJW 1998, 1934 ff.
6. Bundesverfassungsgericht Pressemitteilung Nr. 9/2014 vom 07.02.14, Hauptsacheverfahren ESM/EZB: Urteilsverkündung sowie Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union, <http://www.bundesverfassungsgericht.de/pressemitteilungen/bvg14-009.html>, abgerufen am 20.03.15
7. Callies/Ruffet, EUV/AEUV, 4. Auflage 2011, C.H. Beck Verlag München
8. Deutsche Bundesbank, EZB-Zinssätze, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Bundesbank/Zinssaetze/ezb\\_zinssatz.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Bundesbank/Zinssaetze/ezb_zinssatz.html), abgerufen am 21.03.15
9. Deutsche Bundesbank, Glossar, Einlagefazilität, <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32028&lv3=62312#62312>, abgerufen am 21.03.15
10. Deutsche Bundesbank, Glossar, Geldpolitische Outright-Geschäfte, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/geldpolitische\\_outright\\_geschaefte.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/geldpolitische_outright_geschaefte.html), abgerufen am 30.03.15
11. Deutsche Bundesbank, Glossar, Hauptrefinanzierungsgeschäft, <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32034&lv3=62192#62192>, abgerufen am 21.03.15
12. Deutsche Bundesbank, Glossar, Langfristiges Refinanzierungsgeschäft, <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32040&lv3=62076#62076>, abgerufen am 21.03.15
13. Deutsche Bundesbank, Nagel: Finanzierungsbedingungen für Banken haben sich verbessert, 19.09.2014, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014\\_09\\_19\\_nagel\\_finanzierungsbedingungen\\_fuer\\_banken\\_haben\\_sich\\_verbessert.html?searchArchive=0&submit=Suchen&searchIssued=0&templateQueryString=+LTRO](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014_09_19_nagel_finanzierungsbedingungen_fuer_banken_haben_sich_verbessert.html?searchArchive=0&submit=Suchen&searchIssued=0&templateQueryString=+LTRO), abgerufen am 21.03.15
14. Deutsche Bundesbank, Kurse und Renditen börsennotierter Bundeswertpapiere, 20.03.15, [https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Bundeswertpapiere/Kurse\\_und\\_Renditen/kurse\\_und\\_renditen.html](https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Bundeswertpapiere/Kurse_und_Renditen/kurse_und_renditen.html), abgerufen am 21.03.15
15. Deutsche Bundesbank, Glossar, Spitzenrefinanzierungsfazilität, <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32052&lv3=61856#61856>, abgerufen am 21.03.15
16. Draghi, Draghi fordert echte Wirtschaftsunion, Gastbeitrag Wirtschaftswoche, 24.01.2015, <http://www.wiwo.de/politik/europa/gastbeitrag-des-ezb-chefs-draghi-fordert-echte-wirtschaftsunion-/11272454.html>, abgerufen am 20.03.15

17. EuGH, Pressemitteilung Nr. 2/15 vom 14.01.2015, Schlussanträge des Generalanwalts Cruz Villalón in der Rechtssache C-62/14,  
<http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002de.pdf>,  
abgerufen am 24.03.15
18. Euribor-rates.eu, Eonia, <http://de.euribor-rates.eu/eonia.asp>, abgerufen am 29.03.15
19. Faz, Draghi wird zweimal mit der Kreditkanone schießen, 05.06.14,  
<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/ezb-entscheidung-draghi-wird-zweimal-mit-der-kreditkanone-schiessen-12974390.html>, abgerufen am 21.03.14
20. Focus Money Online, Zombiebanken erpressen die Staaten mehr denn je, 26.11.2012,  
[http://www.focus.de/finanzen/banken/vollgesaugt-mit-staatsanleihen-zombiebanken-erpressen-die-staaten-mehr-denn-je\\_aid\\_868875.html](http://www.focus.de/finanzen/banken/vollgesaugt-mit-staatsanleihen-zombiebanken-erpressen-die-staaten-mehr-denn-je_aid_868875.html), abgerufen am 31.03.15
21. Häde, Ulrich, Der verfassungsrechtliche Schutz des Geldwertes, WM 2008, 1717
22. Jost/Seitz, Zehn Argumente gegen das Quantitative Easing Programm der EZB, ifo-Schnelldienst, Heft 4, 2015.
23. Lepsius, JZ 2002, 313, 314
24. Ohler, JZ 2008, 317
25. Reuters Deutschland, 17.03.2015, Tsipras will Treffen mit Merkel und Draghi am Rande von EU-Gipfel,  
<http://de.reuters.com/article/worldNews/idDEKBN0MD17J20150317>, abgerufen am 20.03.15
26. Rösl, Tödter, Zins- und Wohlfahrtseffekte extremer Niedrigzinspolitik für die Sparer in Deutschland, 04.01.2015
27. Statista, Eurozone-Inflationsrate 02/14 bis 02/15,  
<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/72328/umfrage/entwicklung-der-jaehrlichen-inflationsrate-in-der-eurozone/>, abgerufen am 29.03.15
28. Tagesgeldvergleich, <http://www.tagesgeldvergleich.net/tagesgeldvergleich/>, abgerufen am 01.04.15
29. Verordnung (EG) Nr. 974/98 des Rates vom 3. Mai 1998 über die Einführung des Euro  
Amtsblatt Nr. L 139 vom 11/05/1998 S. 0001 – 0005
30. Wirtschaftswoche, EZB beschließt Kaufprogramm von 60 Milliarden pro Monat, 22.01.15, <http://www.wiwo.de/politik/konjunktur/draghi-flutet-die-maerkte-mit-geld-ezb-beschliesst-kaufprogramm-von-60-milliarden-euro-pro-monat/11266450.html>,  
abgerufen am 21.03.15

## **Bisher erschienene Weidener Diskussionspapiere**

- 1**      **“Warum gehen die Leute in die Fußballstadien? Eine empirische Analyse der Fußball-Bundesliga“**  
von Horst Rottmann und Franz Seitz
- 2**      **“Explaining the US Bond Yield Conundrum“**  
von Harm Bandholz, Jörg Clostermann und Franz Seitz
- 3**      **“Employment Effects of Innovation at the Firm Level”**  
von Horst Rottmann und Stefan Lachenmaier
- 4**      **“Financial Benefits of Business Process Management”**  
von Helmut Pirzer, Christian Forstner, Wolfgang Kotschenreuther und Wolfgang Renninger
- 5**      **“Die Performance Deutscher Aktienfonds”**  
von Horst Rottmann und Thomas Franz
- 6**      **“Bilanzzweck der öffentlichen Verwaltung im Kontext zu HGB, ISAS und IPSAS“**  
von Bärbel Stein
- 7**      **Fallstudie: “Pathologie der Organisation” – Fehlentwicklungen in Organisationen, ihre Bedeutung und Ansätze zur Vermeidung**  
von Helmut Klein
- 8**      **“Kürzung der Vorsorgeaufwendungen nach dem Jahressteuergesetz 2008 bei betrieblicher Altersversorgung für den GGF.”**  
von Thomas Dommermuth
- 9**      **“Zur Entwicklung von E-Learning an bayerischen Fachhochschulen- Auf dem Weg zum nachhaltigen Einsatz?”**  
von Heribert Popp und Wolfgang Renninger
- 10**     **“Wie viele ausländische Euro-Münzen fließen nach Deutschland?”**  
von Dietrich Stoyan und Franz Seitz
- 11**     **Modell zur Losgrößenoptimierung am Beispiel der Blechteilindustrie für Automobilzulieferer**  
von Bärbel Stein und Christian Voith
- 12**     **Performancemessung**  
**Theoretische Maße und empirische Umsetzung mit VBA**  
von Franz Seitz und Benjamin R. Auer
- 13**     **Sovereign Wealth Funds – Size, Economic Effects and Policy Reactions**  
von Thomas Jost

- 14 **The Polish Investor Compensation System Versus EU – 15 Systems and Model Solutions**  
von Bogna Janik
- 15 **Controlling in virtuellen Unternehmen -eine Studie-**  
Teil 1: State of the art  
von Bärbel Stein, Alexander Herzner, Matthias Riedl
- 16 **Modell zur Ermittlung des Erhaltungsaufwandes von Kunst- und Kulturgütern in kommunalen Bilanzen**  
von Bärbel Held
- 17 **Arbeitsmarktinstitutionen und die langfristige Entwicklung der Arbeitslosigkeit – Empirische Ergebnisse für 19 OECD-Länder**  
von Horst Rottmann und Gebhard Flaig
- 18 **Controlling in virtuellen Unternehmen -eine Studie-**  
Teil 2: Auswertung  
von Bärbel Held, Alexander Herzner, Matthias Riedl
- 19 **DIAKONIE und DRG's –antagonistisch oder vereinbar?**  
von Bärbel Held und Claus-Peter Held
- 20 **Traditionelle Budgetierung versus Beyond Budgeting- Darstellung und Wertung anhand eines Praxisbeispiels**  
von Bärbel Held
- 21 **Ein Factor Augmented Stepwise Probit Prognosemodell für den ifo-Geschäftserwartungsindex**  
von Jörg Clostermann, Alexander Koch, Andreas Rees und Franz Seitz
- 22 **Bewertungsmodell der musealen Kunstgegenstände von Kommunen**  
von Bärbel Held
- 23 **An Empirical Study on Paths of Creating Harmonious Corporate Culture**  
von Lianke Song und Bernt Mayer
- 24 **A Micro Data Approach to the Identification of Credit Crunches**  
von Timo Wollmershäuser und Horst Rottmann
- 25 **Strategies and possible directions to improve Technology Scouting in China**  
von Wolfgang Renninger und Mirjam Riesemann
- 26 **Wohn-Riester-Konstruktion, Effizienz und Reformbedarf**  
von Thomas Dommermuth
- 27 **Sorting on the Labour Market: A Literature Overview and Theoretical Framework**  
von Stephan O. Hornig, Horst Rottmann und Rüdiger Wapler
- 28 **Der Beitrag der Kirche zur Demokratisierungsgestaltung der Wirtschaft**  
von Bärbel Held

- 29 Lebenslanges Lernen auf Basis Neurowissenschaftlicher Erkenntnisse  
-Schlussfolgerungen für Didaktik und Personalentwicklung-  
von Sarah Brückner und Bernt Mayer**
- 30 Currency Movements Within and Outside a Currency Union: The case of Germany  
and the euro area  
von Franz Seitz, Gerhard Rösl und Nikolaus Bartzsch**
- 31 Labour Market Institutions and Unemployment. An International Comparison  
von Horst Rottmann und Gebhard Flaig**
- 32 The Rule of the IMF in the European Debt Crisis  
von Franz Seitz und Thomas Jost**
- 33 Die Rolle monetärer Variablen für die Geldpolitik vor, während und nach der Krise:  
Nicht nur für die EWU geltende Überlegungen  
von Franz Seitz**
- 34 Managementansätze sozialer, ökologischer und ökonomischer Nachhaltigkeit:  
State of the Art  
von Alexander Herzner**
- 35 Is there a Friday the 13th effect in emerging Asian stock markets?  
von Benjamin R. Auer und Horst Rottmann**
- 36 Fiscal Policy During Business Cycles in Developing Countries: The Case of Africa  
von Willi Leibfritz und Horst Rottmann**
- 37 MONEY IN MODERN MACRO MODELS: A review of the arguments  
von Markus A. Schmidt und Franz Seitz**
- 38 Wie erzielen Unternehmen herausragende Serviceleistungen mit höheren Gewinnen?  
von Johann Strassl und Günter Schicker**
- 39 Let's Blame Germany for its Current Account Surplus!?  
von Thomas Jost**
- 40 Geldpolitik und Behavioural Finance  
von Franz Seitz**
- 41 Rechtliche Überlegungen zu den Euro-Rettungsschirmprogrammen und den  
jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB  
von Ralph Hirdina**
- 42 DO UNEMPLOYMENT BENEFITS AND EMPLOYMENT PROTECTION INFLUENCE  
SUICIDE MORTALITY? AN INTERNATIONAL PANEL DATA ANALYSIS  
von Horst Rottmann**
- 43 Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten:  
Ordnungspolitisch und rechtlich angreifbar?  
von Ralph Hirdina**

- 44 Vermögensumverteilung in der Eurozone durch die EZB ohne rechtliche Legitimation?  
von Ralph Hirdina**
- 45 Die Haftung des Steuerzahlers für etwaige Verluste der EZB auf dem rechtlichen Prüfstand  
von Ralph Hirdina**
- 46 Die Frage nach dem Verhältnis von Nachhaltigkeit und Ökonomie  
von Alexander Herzner**
- 47 Giving ideas a chance - systematic development of services in manufacturing industry  
von Johann Strassl, Günter Schicker und Christian Grasser**
- 48 Risikoorientierte Kundenbewertung: Eine Fallstudie  
von Thorsten Hock**
- 49 Rechtliche Überlegungen zur Position der Sparer und institutionellen Anleger mit Blick auf  
die Niedrigzins- bzw. Negativzinspolitik der Europäischen Zentralbank  
von Ralph Hirdina**







