



WIRTSCHAFTSPOLITISCHER KOMMENTAR 19/6/2015

## Das EuGH-Urteil zum OMT-Programm der EZB

von NORBERT F. TOFALL

- Das Bundesverfassungsgericht kommt in seiner Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union vom März 2014 zu diametral entgegengesetzten Beurteilungen wie der EuGH in seinem Urteil C-62/14 vom 16. Juni 2015.
- Nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichtes sprechen gewichtige Gründe dafür, daß das OMT-Programm der EZB über das Mandat der EZB hinausgeht und gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung verstößt.
- Nach Auffassung des EuGH ist das im September 2012 angekündigte OMT-Programm hingegen mit dem Unionsrecht vereinbar.

Die Aufgabe eines Gerichts besteht darin, in einem öffentlichen Verfahren zu urteilen, ob ein gegebener Sachverhalt unter eine gegebene Rechtsnorm zu subsumieren ist oder nicht. Jeder Jurastudent lernt jedoch bei seinen ersten Praktika, daß ein Rechtsstreit vor Gericht oftmals nicht ein Streit um die richtige Subsumption eines gegebenen Sachverhalts unter eine gegebene Rechtsnorm ist, sondern daß Staatsanwälte und Rechtsanwälte um die Darstellung des aus ihrer Sicht richtigen Sachverhaltes kämpfen. Auch werden Sachverhalte von verschiedenen Gerichten völlig unterschiedlich beurteilt. Denn die Darstellung der Sache – die Ausformulierung des Sachverhaltes mit ihren unterschiedlichen Aspekten, Betonungen und Auslassungen oder negativ formuliert: die Konstruktion bzw. Dekonstruktion des Sachverhal-

tes – entscheidet über die Subsumption und das Urteil, solange bei der eigentlichen Subsumption keine Fehler gemacht werden.

I.

Der Rat der EZB hatte am 6. September 2012 einen Beschluß über „Technical Features of Outright Monetary Transactions“ (OMT) gefaßt, in dem vorgesehen ist, daß das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) Staatsanleihen ausgewählter Mitgliedstaaten in unbegrenzter Höhe ankaufen kann, falls diese Mitgliedstaaten gleichzeitig an einem mit der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) oder dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vereinbarten Reformprogramm teilnehmen. Ziel des OMT-Beschlusses ist die Sicherstellung einer



ordnungsgemäßen geldpolitischen Transmission und der Einheitlichkeit der Geldpolitik. Bislang wurde der OMT-Beschluß nicht umgesetzt.

Seit dem 16. Juni 2015 werden vom Bundesverfassungsgericht und dem Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) zwei Fragen vollkommen unterschiedlich beantwortet:

1. Fällt das OMT-Programm unter das währungspolitische Mandat der EZB oder stellt es eine Kompetenzüberschreitung der EZB – Ultra-vires-Akt genannt – dar?
2. Verstößt das OMT-Programm gegen das Verbot der monetären Finanzierung von Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes?

Das Bundesverfassungsgericht kommt in seiner Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union vom März 2014 zu diametral entgegengesetzten Beurteilungen wie der EuGH in seinem Urteil C-62/14 vom 16. Juni 2015.

## II.

Das Bundesverfassungsgericht führte im März 2014 aus, daß die europäischen Verträge ein auf die Währungspolitik beschränktes Mandat der EZB (Art. 119 und 127 ff. AEUV und Art. 17 ff. EZB-Satzung) enthalten. Die EZB sei nicht zu einer eigenständigen Wirtschaftspolitik ermächtigt worden, sondern darauf beschränkt, die Wirtschaftspolitik in der Union zu unterstützen. „Geht man – vorbehaltlich der Auslegung durch den Gerichtshof der Europäischen Union – davon aus, dass der OMT-Beschluss als eigenständige wirtschaftspolitische Maßnahme zu qualifizieren ist, so verstößt er offensichtlich gegen diese Kompetenzverteilung.“

Eine Kompetenzverlagerung sei auch strukturell bedeutsam, da der OMT-Beschluß die Hilfsmaßnahmen der Eurorettungspolitik überlagern könne. Diese Hilfsmaßnahmen seien zum Kernbereich der wirtschaftspolitischen Kompetenz der Mitgliedstaaten zu rechnen. Darüber hinaus könnten die Outright Monetary Transactions zu einer enormen Umverteilung zwischen den Mitgliedstaaten führen und Züge eines Finanzausgleichs annehmen, was in den europäischen Verträgen nicht vorgesehen sei.

Nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts ist der OMT-Beschluß nicht vom Mandat der Europäischen Union gedeckt. Die Währungspolitik sei nach Wortlaut, Systematik und Zielsetzung der Verträge insbesondere von der primär den Mitgliedstaaten zustehenden Wirtschaftspolitik abzugrenzen. Für die Einordnung des OMT-Beschlusses als wirtschaftspolitische Maßnahme spreche die unmittelbare Zielsetzung, Zinsaufschläge auf Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes zu neutralisieren. Auch der selektive Ankauf von Staatsanleihen nur einzelner Mitgliedsstaaten sei ein Indiz für die Qualifizierung des OMT-Beschlusses als wirtschaftspolitische Maßnahme; denn dem geldpolitischen Handlungsrahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken sei eine zwischen einzelnen Mitgliedsstaaten differenzierende Vorgehensweise grundsätzlich fremd. „Die Parallelität mit Hilfsprogrammen der EFSF bzw. des ESM sowie das Risiko, deren Zielsetzung und Auflagen zu unterlaufen, erhärten diesen Befund. Der vom OMT-Beschluss vorgesehene Ankauf von Staatsanleihen zur Entlastung einzelner Mitgliedstaaten erscheint insoweit als funktionales Äquivalent zu einer Hilfsmaßnahme der genannten Institutionen – allerdings ohne deren parlamentarische Legitimation und Kontrolle.“



Soweit der OMT-Beschluß gegen das im Art. 123 Abs. 1 AEUV formulierte Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung verstoßen sollte, würde auch darin eine offensichtliche und strukturell bedeutsame Kompetenzüberschreitung liegen. „Der Verstoß wäre offensichtlich, weil das Primärrecht das Verbot ausdrücklich normiert und Kompetenzen der Europäischen Zentralbank insoweit zweifelsfrei ausschließt.“ Strukturell bedeutsam wäre dieser Verstoß, weil das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung eine der zentralen Regeln für die Ausgestaltung der Währungsunion als Stabilitätsunion sei. Darüber hinaus sichere dieses Verbot die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages ab.

Der Art. 123 Abs. 1 AEUV verbiete es der EZB, Staatsanleihen unmittelbar von den emittierenden Mitgliedstaaten zu erwerben. Es liege auf der Hand, daß dieses Verbot nicht durch funktional äquivalente Maßnahmen umgangen werden dürfe.

Die genannten Gesichtspunkte

- der Neutralisierung von Zinsaufschlägen,
- der Selektivität des Ankaufs
- sowie der Parallelität mit EFSF- und ESM-Hilfsprogrammen

sprächen dafür, daß der OMT-Beschluß auf eine verbotene Umgehung von Art. 123 Abs. 1 AEUV zielt.

Hinzu kämen folgende Aspekte:

- die Bereitschaft, sich mit Blick auf die zu erwerbenden Anleihen an einem Schuldenschnitt zu beteiligen;
- das erhöhte Risiko;
- die Möglichkeit, die erworbenen Staatsanleihen bis zur Endfälligkeit zu halten;

- der Eingriff in die Preisbildung am Markt
- und die vom EZB-Tat ausgehende Ermütigung der Marktteilnehmer zum Erwerb der in Rede stehenden Anleihen am Primärmarkt.

Die zur Rechtfertigung des OMT-Beschlusses angeführte währungspolitische Zielsetzung, eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu beheben, vermöge an der Qualifizierung des OMT-Beschlusses als wirtschaftspolitische Maßnahme nichts zu ändern: „Dass der Ankauf von Staatsanleihen unter Umständen auch zur Erreichung währungspolitischer Zielsetzungen beitragen kann, macht den OMT-Beschluss als solchen noch nicht zu einer währungspolitischen Maßnahme. Würde man den Kauf von Staatsanleihen bei jeder Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zulassen, käme dies einer Befugnis der Europäischen Zentralbank gleich, jede Verschlechterung der Bonität eines Euro-Mitgliedstaates durch den Kauf von Staatsanleihen dieses Staates heben zu dürfen. Dies würde das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung weitgehend außer Kraft setzen.“

Aus Sicht des Bundesverfassungsgerichts wäre der OMT-Beschluß „jedoch möglicherweise dann nicht zu beanstanden, wenn er primärrechtskonform so ausgelegt oder in seiner Gültigkeit beschränkt würde, dass er die Konditionalität der Hilfsprogramme von EFSF und ESM nicht unterläuft und tatsächlich einen die Wirtschaftspolitik in der Union nur unterstützenden Charakter behält.“ Bezüglich des Verbots des Art. 123 Abs. 1 AEUV würde dieses voraussetzen

- daß die Inkaufnahme eines Schuldenschnitts ausgeschlossen werden müsse,



- Staatsanleihen einzelner Mitgliedsstaaten nicht in unbegrenzter Höhe angekauft werden
- und Eingriffe in die Preisbildung am Markt soweit wie möglich vermieden werden.

### III.

Bereits die Stellungnahme des Generalanwalts des Gerichtshofs der Europäischen Union, P. Cruz Villalón, vom Januar 2015 knüpft an dieser Brücke für den EuGH bzw. an diesem offenen Hintertürchen für das Bundesverfassungsgericht an. Und auch das Urteil des Gerichtshofes der Europäischen Union vom 16. Juni 2015 in der Rechtssache C-62/14 liegt ganz auf dieser Linie, nachdem vorab entschieden wird, daß das OMT-Programm nicht das währungspolitische Mandat der EZB überschreite und nicht zur Wirtschaftspolitik zu zählen ist.

Aus der Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Union gehe hervor, daß hauptsächlich auf die Ziele einer Maßnahme abzustellen sei, um zu beurteilen, ob eine Maßnahme zur Währungspolitik gehört, wobei die Mittel auch erheblich seien (siehe Rn. 46 des Urteils des EuGH in der Rechtssache C-62/14). Bereits diese harmlose Formulierung verdeutlicht, wie die Erwägungen des Bundesverfassungsgerichts dekonstruiert und in ihr Gegenteil verkehrt werden. Das Bundesverfassungsgericht hatte ausgeführt: „Dass der Ankauf von Staatsanleihen unter Umständen auch zur Erreichung währungspolitischer Zielsetzungen beitragen kann, macht den OMT-Beschluss als solchen noch nicht zu einer währungspolitischen Maßnahme.“ Der EuGH negiert den Sinnzusammenhang dieses Satzes einfach. Gerade die währungspolitische Zielsetzung mache den OMT-Beschluß zu einer währungspolitischen Maßnahme. Und das währungspolitische Ziel des OMT-Beschlusses lautet: „Mit diesen geldpoliti-

schen Outright-Geschäften (Outright Monetary Transactions – OMTs) sollen eine ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und die Einheitlichkeit der Geldpolitik sichergestellt werden“ (Rn. 4, Rn. 47 ff.).

Die Fähigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), durch geldpolitische Entscheidungen die Preisentwicklung zu beeinflussen, hänge in weitem Umfang von der Übertragung der Impulse ab, die es auf dem Geldmarkt an die verschiedenen Wirtschaftssektoren aussende. Eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sei daher geeignet, die Entscheidungen des ESZB „in einem Teil des Euro-Währungsgebiets ins Leere gehen zu lassen und damit die Einheitlichkeit der Geldpolitik zu beeinträchtigen“ (Rn. 50). Daher könnten Maßnahmen, die diesen Transmissionsmechanismus erhalten sollen, zum vorrangigen Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität gezählt werden (siehe Rn. 50). Und mit dem folgenden Satz ist die Dekonstruktion komplett: „Der Umstand, dass ein Programm ... möglicherweise geeignet ist, auch zur Stabilität des Euro-Währungsgebietes beizutragen, die zur Wirtschaftspolitik gehört (...), kann diese Beurteilung nicht in Frage stellen“ (Rn. 51). „Eine währungspolitische Maßnahme kann nämlich nicht allein deshalb einer wirtschaftspolitischen Maßnahme gleichgestellt werden, weil sie mittelbare Auswirkungen auf die Stabilität des Euro-Währungsgebietes haben kann“ (Rn. 52).

Die Selektivität des Programms, die laut Bundesverfassungsgericht dafür spricht, daß der OMT-Beschluß auf eine verbotene Umgehung von Art. 123 Abs. 1 AEUV zielt, folge daraus, daß ja gerade Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus behoben werden sollen, die durch die besondere Situation der Staatsanleihen bestimmter Mitgliedsstaaten hervorgerufen worden sind. „Unter diesen Um-



ständen kann die alleinige Tatsache, dass sich das fragliche Programm spezifisch auf diese Staatsanleihen beschränkt, nicht als solche bedeuten, dass die vom ESZB verwendeten Instrumente nicht zur Währungspolitik gehören“ (Rn. 55).

Bezüglich der Mittel, die zur Erreichung der Ziele des OMT-Programms eingesetzt werden sollen, stehe darüber hinaus fest, daß geldpolitische Outright-Geschäfte an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen durchgeführt werden sollen. Da die EZB und die nationalen Zentralbanken des ESZB zur Erreichung ihrer geldpolitischen Ziele grundsätzlich auf den Finanzmärkten durch den Kauf von auf Euro lautenden börsengängigen Wertpapieren tätig werden können, werde mit dem Ankauf von Staatsanleihen auf den Sekundärmärkten ein Instrument genutzt, das in den europäischen Verträgen vorgesehen sei.

Damit stellt sich nun die zweite Frage, ob der im OMT-Programm vorgesehene Ankauf von Staatsanleihen von Euro-Krisenländern auf den Sekundärmärkten ein Umgehungstatbestand ist.

Der entscheidende Art. 123 Abs. 1 AEUV lautet: „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als "nationale Zentralbanken" bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.“

Für die Argumentation des EuGH ist das Adjektiv „unmittelbar“ zentral. Denn der Art. 123 Abs. 1 schließe nicht in allgemeiner Weise die Möglichkeit aus, „von Gläubigern eines solchen Staates Schuldtitel zu erwerben, die dieser Staat zuvor ausgegeben hat“ (Rn. 95). Ein Ankauf von Staatsanleihen an den Sekundärmärkten ist deshalb durch Art. 123 Abs. 1 nicht prinzipiell verboten.

Im EuGH-Urteil C-62/14 wird der Argumentation des Bundesverfassungsgerichts nun insoweit gefolgt, als der EuGH ausführt, daß das Europäische System der Zentralbanken „nicht rechtmäßig Staatsanleihen an den Sekundärmärkten unter Voraussetzungen erwerben“ kann, „die seinem Tätigwerden in der Praxis die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb von Staatsanleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen der Mitgliedstaaten verleihen, und auf diese Weise die Wirksamkeit des in Art. 123 Abs. 1 AEUV festgelegten Verbots in Frage stellen“ (Rn. 97).

Der EuGH sieht den konkreten Sachverhalt jedoch anders als das Bundesverfassungsgericht. Denn die von der EZB für ihr OMT-Programm festgelegten Bedingungen würden eine hinreichende Garantie darstellen, daß die von den Klägern behauptete gleiche Wirkung ausgeschlossen sei.

Um zu beurteilen, ob diese konkreten Ankaufbedingungen auf dem Sekundärmarkt zur gleichen Wirkung wie ein Ankauf auf dem Primärmarkt führen, müsse auf den Zweck des Art. 123 Abs. 1 AEUV abgestellt werden, der „die Mitgliedsstaaten dazu anhalten soll, eine gesunde Haushaltspolitik zu befolgen, indem vermieden wird, dass eine monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite oder Privilegien der öffentlichen Hand auf den Finanzmärkten zu einer übermäßigen Verschuldung oder überhöhten Defiziten



der Mitgliedstaaten führen“ (Rn. 100). Dieser Zweck könnte verletzt werden, „wenn die Wirtschaftsteilnehmer, die möglicherweise Staatsanleihen auf dem Primärmarkt erwerben, die Gewissheit hätten, dass das ESZB diese Anleihen binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen ankaufen würde, die es diesem Wirtschaftsteilnehmern ermöglichen, faktisch als Mittlerpersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen des betreffenden Mitgliedstaats zu agieren“ (Rn. 104). „Jedoch ist den Erläuterungen der EZB im Rahmen des vorliegenden Verfahrens zu entnehmen, dass die Durchführung eines Programms, wie es in der Pressemitteilung angekündigt wurde, Bedingungen unterliegen muss, mit denen vermieden werden soll, dass die Interventionen des ESZB an den Sekundärmärkten die gleiche Wirkung wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen an den Primärmärkten haben“ (Rn. 105).

Darüber hinaus habe die EZB vor dem Gerichtshof der Europäischen Union angekündigt, „dass das ESZB zum einen beabsichtigt, eine Mindestfrist zwischen der Ausgabe eines Schuldtitels auf dem Primärmarkt und seinem Ankauf an den Sekundärmärkten einzuhalten, und dass zum anderen eine vorherige Ankündigung seiner Entscheidung, solche Ankäufe vorzunehmen, oder des Volumens der geplanten Ankäufe ausgeschlossen sein soll“ (Rn. 106). Während das Bundesverfassungsgericht gerade eine Begrenzung des Volumens fordert, um die gleiche Ankaufwirkung wie auf dem Primärmarkt zu verhindern, wird hier schlicht das Gegenteil proklamiert.

Und weiter heißt es im Text: „Da sich durch diese Garantien verhindern lässt, dass die Emissionsbedingungen für Staatsanleihen durch die Gewissheit verfälscht werden, dass diese Anleihen nach ihrer Ausgabe durch das ESZB erworben werden, kann durch sie ausgeschlossen werden, dass die Durchführung eines Programms wie des in der Pressemitteilung angekündigten in der Praxis die gleiche Wirkung hat wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen von den öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Einrichtungen der Mitgliedstaaten“ (Rn. 107). „Jedenfalls wird durch die Merkmale eines Programms wie des in der Pressemitteilung angekündigten ausgeschlossen, dass es als geeignet angesehen werden kann, den Mitgliedstaaten den Anreiz zur Verfolgung einer gesunden Haushaltspolitik zu nehmen“ (Rn. 111).

Da die konkrete Art und Weise des Ankaufs von Staatsleihen durch die EZB an den Sekundärmärkten nicht so wirke wie ein Ankauf am Primärmarkt und der Zweck des Art. 123 Abs. 1 AEUV, den Mitgliedstaaten nicht den Anreiz für eine gesunde Haushaltspolitik zu nehmen, nicht konterkariert wird, ist das OMT-Programm nicht europarechtswidrig. Der EuGH urteilt entsprechend:

*„Art. 119 AEUV, Art. 123 Abs. 1 AEUV und Art. 127 Abs. 1 und 2 AEUV sowie die Art. 17 bis 24 des Protokolls (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank sind dahin auszulegen, dass sie das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) dazu ermächtigen, ein Programm für den Ankauf von Staatsanleihen an den Sekundärmärkten wie dasjenige zu beschließen, das in der Pressemitteilung angekündigt wurde, die im Protokoll der 340. Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank (EZB) am 5. und 6. September 2012 genannt ist.“*



#### IV.

Unabhängig von der Frage, ob das Bundesverfassungsgericht dieses EuGH-Urteil akzeptiert, was über die vom Bundesverfassungsgericht selbst geöffnete Hintertür verbal möglich ist, oder ob es den offenen Verfassungskonflikt ausruft, stellt sich die Frage: Gibt es unter Bedingungen, unter denen oberste Gerichte in Deutschland und Europa den gleichen Sachverhalt völlig entgegengesetzt „konstruieren“ bzw. „dekonstruieren“, noch die Herrschaft des Rechts, welche für die wirtschaftliche Entwicklung Europas und für den Wohlstand der Nationen entscheidend ist? Denn wenn es nicht nur wie in den philosophischen Universitätsseminaren über Dekonstruktivismus in der Postmoderne möglich ist, sondern sogar in der Rechtspraxis oberster Gerichte zur Sitte wird, den gleichen Sachverhalt diametral entgegengesetzt darzustellen, dann verliert das Recht seine Schrankenwirkung und damit seine Funktion.

Es ist nicht die Funktion des Rechts, politische Maßnahmen nachträglich rechtlich abzusegeln. Es ist die Funktion des Rechts, die Bedingungen zu sichern, unter denen die Willkür des einen Menschen mit der Willkür des anderen Menschen nach einem allgemeinen Gesetz der Freiheit zusammen bestehen kann (Immanuel Kant). Im Privatrecht sollen durch die Schrankenwirkungen des Rechts die Bereiche des Mein und des Dein abgegrenzt werden. Im öffentlichen Recht sollen durch die Schrankenwirkungen des Rechts vornehmlich staatliche Machtbereiche abgegrenzt und begrenzt werden. Durch die Konstruktion und Dekonstruktion von Sachverhalten je nach Machtinteresse und das Aufhalten von Hintertürchen, um offene Konflikte mit der Macht zu vermeiden, wird das Recht auf kaltem Wege schrittweise zerstört. Für Freiheit und Wohlstand in Europa verheißt das nichts Gutes.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 19. Juni 2015