

Beiträge zum Internationalen und Europäischen
Öffentlichen Recht

2

Daniel Nees

Hybrides Unionsrecht

Die völkervertragliche Ergänzung der Europäischen Integration
am Beispiel der Maßnahmen zur Eurorettung



Nomos

Beiträge zum Internationalen und
Europäischen Öffentlichen Recht

herausgegeben von

Prof. Dr. Stefanie Schmahl

Band 2

Daniel Nees

Hybrides Unionsrecht

Die völkervertragliche Ergänzung der Europäischen Integration
am Beispiel der Maßnahmen zur Eurorettung



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Würzburg, Univ., Diss., 2019

ISBN 978-3-8487-6073-2 (Print)

ISBN 978-3-7489-0202-7 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für deutsches und ausländisches öffentliches Recht, Völkerrecht und Europarecht von Frau Professor Dr. Stefanie Schmahl an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg. Die Arbeit wurde im Sommersemester 2018 von der Juristischen Fakultät als Dissertation angenommen. Änderungen der Rechtslage sowie Neuerscheinungen der verwendeten Literatur wurden bis Ende August 2019 berücksichtigt.

Mein ganz besonderer Dank gebührt meiner Doktormutter, Frau Professor Dr. Stefanie Schmahl, für ihre hervorragende Unterstützung, ihr Engagement bei der Betreuung dieser Arbeit und die Aufnahme in ihre Schriftenreihe. Ihre konstruktiven Anmerkungen und Hinweise sowie ihre jederzeitige Diskussionsbereitschaft haben entscheidend zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen. Darüber hinaus möchte ich mich bei ihr für die herausragende und lehrreiche Zeit bedanken, die ich an ihrem Lehrstuhl verbringen durfte und an die ich mich stets sehr gerne erinnere.

Ebenfalls möchte ich mich besonders bei Herrn Professor Dr. Markus Ludwigs für die freundliche Übernahme und die zügige Erstellung des Zweitgutachtens bedanken. Außerdem gilt ihm mein besonderer Dank, weil er maßgeblich bei der Themenfindung mitgewirkt hat und jederzeit mit Rat zur Seite stand.

Mein größter Dank gilt an dieser Stelle meiner einzigartigen Familie. Ganz besonders möchte ich mich zunächst bei meiner Partnerin Stefanie bedanken. Ich bin froh, dass ich den Lebensweg mit ihr bereits seit vielen Jahren gemeinsam beschreiten darf. Ihre Unterstützung, ihr stets ermutigender Zuspruch und ihre liebevolle Geduld haben nicht nur einen maßgeblichen Anteil an dieser Arbeit. Meinen Eltern, Franz und Judith, danke ich von Herzen, dass sie mir diese Ausbildung ermöglicht und mich immer und vorbehaltlos unterstützt und gefördert haben. Auch meinen Geschwistern – Andrea und Stefan – und Senad möchte ich auf diesem Weg ganz herzlich dafür danken, dass sie alle in jeder Lebenslage für mich da waren und sind.

Ohne den stetigen Rückhalt, den Zuspruch, den Zusammenhalt und die bedingungslose Liebe meiner Familie wäre auch diese Arbeit nicht möglich gewesen. Habt vielen Dank für Alles!

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
§ 1: Die Fortentwicklung des Europäischen Integrationsprozesses neben dem Unionsrecht	23
§ 2: Ursachen und Rahmenbedingungen der europäischen Schuldenkrise	29
A. Amerikanische Immobilienblase und deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte	33
I. Amerikanischer Finanzmarkt als Nährboden der Krise	33
1. Liquiditätsüberschuss und niedrige Zinsen auf dem amerikanischen Finanzmarkt	34
2. Eigenarten des amerikanischen Immobilienmarktes und neue Anlagemöglichkeiten	36
a) Eigenarten des amerikanischen Immobilienmarktes	36
b) Anlagemöglichkeiten	37
aa) Verbriefte, hypothekarisch gesicherte Darlehensforderungen und Kreditausfallversicherungen	38
bb) Streuung von Ausfallrisiken	40
3. Die Rolle der Ratingagenturen	41
4. Regulatorische Defizite und bankeninterne Fehleinschätzung	42
5. Zwischenergebnis	44
II. Ausbruch der Krise	45
III. Internationale Auswirkungen	49
B. Allgemein angespannte wirtschaftliche Lage in der Welt und der EU	51
C. Überschuldung einzelner Eurostaaten	54
D. Rahmenbedingungen der Euro-Krise: Die Konstruktion der Wirtschafts- und Währungsunion	61
I. Rechtliche Ausgangslage der WWU	61
1. Allgemeines	61
2. Währungsunion	64

3. Wirtschaftsunion	65
a) Koordinierungszuständigkeit	66
b) Stabilitätsorientierte Ausrichtung	69
II. Folgen der Konzeption der WWU für die Euro-Krise	71
1. Kompetenztrennung	71
2. Wirtschaftliche Ungleichgewichte	74
3. Einheitliche Zinspolitik	78
4. Wenig Vertrauen in das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung und Art. 125 AEUV	79
5. Versagen der bestehenden Sanktions- und Korrekturmechanismen	83
E. Ergebnis	87
§ 3: Maßnahmen gegen die Krise	95
A. Überblick	97
I. Finanzmärkte	97
II. Wirtschaftspolitik und WWU	102
1. Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Form des <i>six-pack</i>	104
a) Korrekturmechanismus für makroökonomische Ungleichgewichte	105
b) Präventive Komponente des SWP	107
c) Reaktive Komponente des SWP	108
2. Inhalte des „ <i>two-pack</i> “	109
3. Euro-Plus-Pakt	112
III. Programme der EZB	113
IV. Finanzielle Unterstützung der Mitgliedstaaten	119
1. Griechenlandhilfen	120
2. Vorläufiger Krisenmechanismus	122
B. Fiskalvertrag, ESM, Art. 136 Abs. 3 AEUV	125
I. Ansiedlung im Völkervertragsrecht	126
II. Fiskalvertrag	129
III. ESM	131
IV. Art. 136 III AEUV	135
V. Verbundenheit mit dem Unionsrecht	136
C. Ergebnis	143

§ 4: Hybride Rechtsakte und Europäische Integration – Zwischen intergouvernementaler Zusammenarbeit, Gemeinschaftsmethode und neuer Unionsmethode	149
A. Die „neue“ Unionsmethode	150
B. Hybride völkerrechtliche Verträge	155
C. Gründe für eine völkerrechtliche Flankierung der Europäischen Integration	157
I. Kompetenzielle Starrheit des Unionsrechts	158
II. Vetobrecher	162
III. Handlungshoheit der mitgliedstaatlichen Regierungen	163
IV. Finanzielle Ausstattung der EU	165
D. Ergebnis	166
§ 5: Zulässigkeit völkerrechtlicher Verträge der Mitgliedstaaten der EU neben dem Unionsrecht	168
A. Völkervertragliche Handlungsspielräume der Mitgliedstaaten	168
I. Vertragsabschlussfreiheit gemäß Art. 6 WVK und deren Ausübung	169
1. Unbeschränkte Vertragsabschlussfreiheit gemäß Art. 6 WVK	169
2. Ausübung der Vertragsabschlussfreiheit und die Relativität der Vertragsbeziehungen	171
3. Zwischenergebnis	174
II. Hoheitsrechtsübertragung als partieller Ausübungsverzicht der Vertragsabschlussfreiheit der Mitgliedstaaten zugunsten der EU	174
1. Sperrwirkung des Unionsrechts	174
2. Sperrwirkung der Kompetenzverteilung zwischen Union und Mitgliedstaaten	181
a) Ausschließliche Zuständigkeiten der EU	181
b) Geteilte Zuständigkeiten	185
aa) Völkerrechtliche Verträge aller Mitgliedstaaten	187
bb) Völkerrechtliche Verträge einer Gruppe von Mitgliedstaaten	192
(1) Zulässigkeit völkerrechtlicher Verträge einer Gruppe von Mitgliedstaaten	192
(2) Verfahren der verstärkten Zusammenarbeit	197

cc) Zwischenergebnis	203
c) Sonstige Zuständigkeiten der EU	204
aa) Völkervertragliche Freiräume innerhalb der sonstigen Zuständigkeiten der EU	204
bb) Vorrang des Verfahrens gemäß Art. 352 AEUV	208
cc) Zwischenergebnis	213
d) Ausschließliche Zuständigkeiten der Mitgliedstaaten	213
3. Zwischenergebnis	214
III. Änderung des Primärrechts	215
1. Formelle Beschränkung	217
2. Materielle Beschränkung	222
3. Zwischenergebnis	224
IV. Ergebnis	224
B. Vorgaben des Unionsrechts für den Abschluss völkerrechtlicher Verträge der Mitgliedstaaten gemäß Art. 4 Abs. 3 EUV	225
I. Unterlassungspflichten	232
1. Inhalt des Beeinträchtigungsverbots	234
a) Eingehen einer Verpflichtung	235
b) Beeinträchtigung des Unionsrechts	236
c) Stillhalteverpflichtung	240
d) Zwischenergebnis	243
2. Vorrang der europäischen Rechtsetzung	243
3. Organleihe	250
a) EuGH	253
b) Kommission	256
aa) Materielle Zulässigkeitsvoraussetzungen	256
bb) Formelle Zulässigkeitsvoraussetzungen	259
cc) Zwischenergebnis	262
c) EZB	263
d) Pflicht zur Organleihe?	264
e) Zwischenergebnis	264
4. Funktionsfähigkeit der Union	265
5. Einbeziehung internationaler Organisationen in die Europäische Integration	266
6. Zwischenergebnis	268
II. Förder-, Mitwirkungs- und Koordinierungspflichten	269
1. Förder- und Mitwirkungspflichten	270
a) Sicherung des Vorrangs des Europarechts	271
b) Offenheit für weitere Mitglieder	274

c) Integrationsfreundliche Auslegung	276
2. Koordinierungspflichten	277
3. Zwischenergebnis	278
III. Informations- und Konsultationspflichten	280
C. Einordnung der hybriden Rechtsakte in die Normenhierarchie des Unionsrechts	281
I. Hybride völkerrechtliche Verträge im Bann des Unionsrechts	282
II. Zuordnung zu einer konkreten normhierarchischen Stufe	284
D. Konsequenzen völkervertraglicher Begleitgesetzgebung	285
I. Hegemonialstellung starker Staaten	286
II. Rechtszersplitterung	288
III. Rückschritt in der demokratischen Legitimation	288
IV. Europa der unterschiedlichen Geschwindigkeiten	293
1. Einordnung der hybriden Rechtsakte in das Grundkonzept der flexiblen Integration	296
2. Potentielle Gefahrenquellen	299
a) Einheitliche Geltung und Anwendung des Unionsrechts	299
b) Bildung einer Zwei-Klassen-Gesellschaft	301
c) Gesellschaftspolitische Rückbindung	304
3. Zwischenergebnis	307
E. Ergebnis	308
§ 6: Vereinbarkeit von ESM und FiskalV mit dem Recht der Europäischen Union	315
A. Betroffener Politikbereich	315
I. ESM	316
II. FiskalV	320
III. Ergebnis	320
B. Verstoß gegen die oder Beeinträchtigung der wirtschaftspolitischen Regelungen des Unionsrechts gemäß Art. 121 ff. AEUV	320
I. ESM	321
1. Steuerungs- und Koordinierungsvorschriften	321
2. Art. 123 AEUV	321
3. Art. 124 AEUV	323

4. Art. 125 AEUV	325
a) Tatbestand	326
aa) Die Tatbestandsmerkmale „haften“ und „eintreten“	326
bb) Freiwillige Zahlungen der Mitgliedstaaten	330
cc) Teleologische Reduktion	336
dd) Zwischenergebnis	339
b) Ausnahmen und Rechtfertigungsmöglichkeiten	339
aa) Einschlägigkeit einer Ausnahmvorschrift	340
bb) Rechtfertigung	341
c) Zwischenergebnis	342
5. Wirkung des Art. 136 Abs. 3 AEUV	343
a) Wirkung für die Zukunft	345
b) Wirkung für die Vergangenheit	347
aa) Bedürfnis nach einer Rückwirkung einer Primärrechtsänderung	349
bb) Voraussetzungen der Rückwirkung	351
6. Zwischenergebnis	353
II. FiskalV	354
1. Abstimmungsregeln des Art. 126 Abs. 13 AEUV	354
2. Defizitgrenze	359
3. 1/20-Regelung	360
4. Korrekturmechanismus	361
5. Wirtschaftspartnerschaftsprogramme und Haushaltsrahmen	362
6. Euro-Gipfel	362
III. Ergebnis	364
C. Vorrang der Europäischen Rechtsetzung	364
I. ESM	365
II. FiskalV	368
1. Unionskompetenz zum Erlass der Bestimmungen des FiskalV im Wege des Sekundärrechts	368
2. Sinnhaftigkeit der Aufspaltung	370
III. Ergebnis	372
D. Zulässigkeit der Organleihe	372
I. EuGH	373
II. Kommission und EZB	375
1. ESM-V	375
2. FiskalV	377

III. Ergebnis	380
E. Einbeziehung des Internationalen Währungsfonds	380
F. Ergebnis	380
§ 7: Verfassungsrechtliche Anforderungen an völkervertragliche Begleitgesetzgebung	382
A. Beteiligung der gesetzgebenden Körperschaften an hybriden völkerrechtlichen Verträgen	382
I. Regelungsgehalt von Art. 23 GG	387
II. Anwendbarkeit von Art. 23 Abs. 1 GG auf hybride Rechtsakte	389
1. Art. 23 Abs. 1 S. 2 GG	389
a) Übertragung von Hoheitsrechten	390
b) Wahrnehmung der Integrationsverantwortung	394
c) Materiellrechtliche Änderung und Ergänzung der Europäischen Verträge	404
aa) Extensiver Anwendungsbereich von Art. 23 Abs. 1 S. 2 GG	405
bb) Umfang des Anwendungsbereiches von Art. 23 Abs. 1 S. 2 GG	410
d) Zwischenergebnis	415
2. Art. 23 Abs. 1 S. 3 GG	416
a) Voraussetzungen	417
aa) Begründung der EU, Änderung ihrer vertraglichen Grundlagen und vergleichbare Regelungen	417
bb) Verfassungsänderung oder Verfassungsrelevanz?	419
b) Rechtsfolge von Art. 23 Abs. 1 S. 3 GG und materielle Grenzen des Grundgesetzes	425
3. Änderung von Komplementärverträgen	429
4. Ergebnis	430
III. Einbeziehung hybrider Rechtsakte in den Anwendungsbereich von Art. 23 Abs. 2 GG	431
1. Angelegenheiten der EU, Art. 23 Abs. 2 S. 1 GG	433
2. Reichweite der Beteiligung gemäß Art. 23 Abs. 2 S. 2 GG	437
a) Pflicht zur umfassenden Unterrichtung	437
b) Zum frühestmöglichen Zeitpunkt	439

c) Grenzen der parlamentarischen Kontrolle	440
d) Unterrichtungspflicht der Bundesregierung hinsichtlich hybrider völkerrechtlicher Verträge	441
3. Beteiligungsrechte des Bundestages	441
4. Beteiligungsrechte des Bundesrates	444
5. Ergebnis	446
B. Einordnung der hybriden Rechtsakte in die Normenhierarchie und Geltung der Kollisionsregeln	447
I. Kritik am Verständnis des Demokratieprinzips	452
II. Rechtsstaatsprinzip und Völkerrechtsfreundlichkeit des Grundgesetzes als Grenzen des Demokratieprinzips im Zusammenhang mit <i>Treaty Overrides</i>	455
1. Völkerrechtsfreundlichkeit des Grundgesetzes	456
2. Rechtsstaatsprinzip	457
III. Schlussfolgerung	462
C. „Überforderung“ des Bundestages	464
D. Ergebnis	466
§ 8: Vereinbarkeit von ESM und FiskalV mit den Bestimmungen des Grundgesetzes	469
A. Zustimmungsanforderungen gemäß Art. 23 Abs. 1 S. 2 und 3 GG	469
I. Ratifikation gemäß Art. 23 Abs. 1 S. 2 GG	469
1. Übertragung von Hoheitsrechten	469
2. Wahrnehmung der Integrationsverantwortung	471
3. Zwischenergebnis	473
II. Notwendigkeit der verfassungsändernden Mehrheiten gemäß Art. 23 Abs. 1 S. 3 GG i.V.m. Art. 79 Abs. 2 GG	473
III. Zwischenergebnis	476
B. Materielle rechtliche Grenzen des Grundgesetzes	476
I. Art. 136 Abs. 3 AEUV	476
II. ESM	477
1. Budgetverantwortung	477
a) Absolute Obergrenze für finanzielle Verpflichtungen	477
b) Dynamische Gewährleistungsübernahme	478
aa) Erhöhter, revidierter Kapitalabruf	479

bb) Ausgabe von Anleihen zu einem anderen Nennwert	480
cc) Erhöhung des Stammkapitals	481
dd) Fehlen eines vertraglichen Kündigungsrechts	481
ee) Zwischenergebnis	482
c) Ununterbrochene demokratische Legitimation – Dauerhafte Beteiligung des Bundestages	482
aa) Gewährung von Hilfsmaßnahmen, Beitritt weiterer Mitgliedstaaten und sonstige Beschlüsse	483
bb) Aussetzung des Stimmrechts	484
cc) Nachschusspflicht bei Verlusten des ESM	485
dd) Grundsätzliche Beteiligung des Plenums	486
d) Zwischenergebnis	488
2. Unionsrechtliche Verpflichtungen und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, Art. 109 Abs. 2 GG	489
3. Schuldenbremse, Art. 109 Abs. 3, Art. 115 Abs. 2 GG	491
4. Eigentumsgarantie, Art. 14 GG	494
5. Informationsansprüche	496
6. Zwischenergebnis	497
III. FiskalV	498
1. Schuldenbremse	498
2. Überwachungsmechanismus	499
3. Wahrung der Budgetverantwortung	500
C. Ergebnis	501
§ 9: Gesamtergebnis	504
§ 10: Zusammenstellung der rechtlichen Thesen	517
Literaturverzeichnis	521

Abkürzungsverzeichnis

A.A.	Andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AfP	Zeitschrift für Medien- und Kommunikationsrecht
AJIL	American Journal of International Law
AJP	Aktuelle juristische Praxis
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
APuZ	Aus Politik und Zeitgeschichte
Art.	Artikel
AVR	Archiv des Völkerrechts
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayVBl.	Bayerische Verwaltungsblätter
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BIP	Bruttoinlandsprodukt
B/J	Bannenberg/Jehle
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BR-Drucks.	Drucksache des Bundesrates
BT-Drucks.	Drucksache des Bundestages
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Bundesverfassungsgerichtsentscheidung
BztW	Beiträge zum transnationalen Wirtschaftsrecht
bzw.	beziehungsweise
Ca.	Circa
C.D.E.	Cahiers de droit européen
CETA	Comprehensive Economic and Trade Agreement
C/K	Corten/Klein
CMLR	Common Market Law Review

Abkürzungsverzeichnis

C/R	Calliess/Ruffert
Ders.	Derselbe
Dies.	Dieselbe/n
DÖV	Die öffentliche Verwaltung
D/S	Dörr/Schmalenbach
DStR	Deutsches Steuerrecht
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt
EAPP	Expanded Asset Purchase Programme
EBA	European Banking Authority
ECOFIN-Rat	Rat für Wirtschaft und Finanzen (engl. Economic and Financial Affairs Council)
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EFSM	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
EG	Europäische Gemeinschaft
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
E/H	Epping/Hillgruber
EL	Ergänzungslieferung
E/L	Elschen/Lieven
ELJ	European Law Journal
E.L.Rev.	European Law Review
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
engl.	Englisch
EnzEur	Enzyklopädie Europarecht
EP	Europäisches Parlament
ESFS	European System of Financial Supervision
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMFinG	Gesetz zur finanziellen Beteiligung am Europäischen Stabilitätsmechanismus
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
ESM-V	Vertrag zur Errichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGRZ	Europäischer Grundrechtsschutz
EuR	Europarecht (Zeitschrift)

EuR-Bei	Europarecht-Beiheft
EuRUP	Zeitschrift für Europäisches Umwelt- und Planungsrecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union in der Fassung des Vertrages von Lissabon
EUZBBG	Gesetz über die Zusammenarbeit von Bundesregierung und Deutschem Bundestag in Angelegenheiten der Europäischen Union
EUZBLG	Gesetz über die Zusammenarbeit von Bund und Ländern in Angelegenheiten der Europäischen Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EZB	Europäische Zentralbank
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FiskalV	Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion
FMStFG	Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds
FMStG	Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
ggf.	Gegebenenfalls
G/H/N	Grabitz/Hilf/Nettesheim
G/K/K	Geiger/Khan/Kotzur
GLJ	German Law Journal
GV/P	Graf Vitzthum/Proelß
GS	Gedächtnisschrift
G/S/H	von der Groeben/Schwarze/Hatje
GYIL	German Yearbook of International Law
G-115	Gesetz zur Ausführung von Artikel 115 des Grundgesetzes
Hdb.	Handbuch
H/M-G	Hatje/Müller-Graff
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz

Abkürzungsverzeichnis

HStR	Handbuch des Staatsrechts
H/W	Hömig/Wolff
i.d.F.	in der Fassung
I.E.	Im Ergebnis
I/K	Isensee/Kirchhof
IntVG	Integrationsverantwortungsgesetz
IStR	Internationales Steuerrecht
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
JA	Juristische Ausbildung
JCMSt	Journal of Common Market Studies
JöR	Jahrbuch des öffentlichen Rechts
J/P	Jarass/Pieroth
JRP	Journal für Rechtspolitik
JURA	Juristische Ausbildung
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
K/G	Kadelbach/Günther
KJ	Kritische Justiz
KredReorG	Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten
KritV	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft
KWG	Kreditwesengesetz
K/W/W	Kahl/Waldhoff/Walter
L/B	Lenz/Borchart
Lit.	Buchstabe
L/R	Leibholz/Rinck
M/D	Maunz/Dürig
M/K	von Münch/Kunig
M/K/S	von Mangoldt/Klein/Starck
Mrd.	Milliarde
M/S/W	Morlok/Schliesky/Wiefelspütz
M/Z	Möllers/Zeitler
n.F.	neue Fassung

NJ	Neue Justiz
NJW	Neue juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NWVBl.	Nordrhein-Westfälische Verwaltungsblätter
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
ÖJZ	Österreichische Juristen-Zeitung
OMT	Outright Monetary Transaction
P/S	Pache/Schwarz
PSPP	Public Sector Purchase Programme
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rn.	Randnummer
RettungsG	Gesetz zur Rettung von Unternehmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes
RL	Richtlinie
Rs.	Rechtssache
RStruktFG	Gesetz zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute
R.T.D.E.	Revue trimestrielle de droit européen
S.	Seite
S-B/H/H	Schmidt-Bleibtreu/Hofmann/Henneke
Slg.	Sammlung
SMP	Securities Market Programme
SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism
StabiRatG	Gesetz zur Errichtung eines Stabilitätsrates und zur Vermeidung von Haushaltsnotlagen
SWP	Stabilitäts- und Wachstumspakt
S/Z/K	Schulze/Zuleeg/Kadelbach
TTIP	Transatlantic Trade and Investment Partnership
u.a.	und andere
UAbs.	Unterabsatz
UTR	Jahrbuch des Umwelt- und Technikrechts
verb.	verbunden

Abkürzungsverzeichnis

VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht
VerwArch	Verwaltungsarchiv
Vgl.	Vergleiche
V/HvH	Vedder/Heintschel von Heinegg
VO	Verordnung
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung deutscher Staatsrechtslehrer
WFStG	Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankenrecht
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
WVK	Wiener Vertragsrechtskonvention
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion
YILC	Yearbook of the International Law Commission
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEuS	Zeitschrift für Europarechtliche Studien
ZfV	Zeitschrift für Verwaltung
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZGS	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZIS	Zeitschrift für internationale Strafrechtsdogmatik
ZJS	Zeitschrift für das juristische Studium
ZÖR	Zeitschrift für öffentliches Recht
ZParl	Zeitschrift für Parlamentsfragen
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht
ZSE	Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften

§ 1: Die Fortentwicklung des Europäischen Integrationsprozesses neben dem Unionsrecht

„Scheitert der Euro, dann scheitert Europa. Das darf nicht passieren“.¹ Diese beiden Sätze stehen symptomatisch für die allgemeine Meinung der Politik hinsichtlich des Kampfes² um die Rettung des Euro.³ Aus deutscher Perspektive spiegelt sich diese Ansicht insbesondere in den Abstimmungsergebnissen in Bundestag und Bundesrat über zentrale Rettungsmaßnahmen wider: Sowohl dem Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (FiskalV),⁴ dem Gesetz zur Einfügung von Art. 136 Abs. 3 AEUV⁵ als auch dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)⁶ wurde jeweils mit verfassungsändernden Mehrheiten zugestimmt.⁷ Gerade die fraktionsübergreifende Einigkeit im Bundestag – einzig die Fraktion „Die Linke“ nahm geschlossen eine ablehnende Haltung ein⁸ – illustriert die Bedeutung dieser Maßnahmen; zumal die dahinterstehende Krise zu Recht als eine der größten Herausforderungen für die europäische Staatengemeinschaft in der Geschichte der EU bezeichnet wird:⁹ Der drohende Zahlungsausfall Griechenlands trieb die Währungsunion an den Rand des Zusammenbruchs. Die Furcht vor einer unkontrollierbaren Kettenreaktion – sollte man die Büchse der Pandora öffnen und ein Mitglied aus der Währungsunion in die Isolation und Insolvenz driften lassen – beherrschte das mediale und politische Geschehen. Aus diesem Grund arbeiteten insbesondere die Regierungen der Euro-Gruppe und die EU an verschiedenen Möglichkeiten, um der anhaltend

1 Bundeskanzlerin *Angela Merkel* in ihrer Regierungserklärung zum europäischen Rat und zum Eurogipfel am 26.10.2011 in Brüssel vor dem Deutschen Bundestag am 26.10.2011 in Berlin. Der Text der Regierungserklärung ist abrufbar unter: https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv_17/Regierungserklaerung/2011/2011-10-27-merkel-eu-gipfel.html; zuletzt aufgerufen am 28.08.2019.

2 *Herrmann* spricht von einem „Überlebenskampf“ (*Ders.*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 79 [92]).

3 Vgl. *Nettesheim*, EuR 2011, S. 765 (765); *Kube*, WM 2012, S. 245 (245).

4 BT-Plenarprotokoll 17/188, S. 22736; BR-Drucks. 400/12.

5 BT-Plenarprotokoll 17/188, S. 22747; BR-Drucks. 401/12.

6 BT-Plenarprotokoll 17/188, S. 22740; BR-Drucks. 402/12.

7 *Lorz/Sauer*, EuR 2012, S. 682 (683 f.).

8 Vgl. BT-Plenarprotokoll 17/188, S. 22738 f., S. 22742, S. 22749 f.

9 *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (31).

angespannten Lage Herr zu werden.¹⁰ Nichtsdestotrotz ist die Rechtmäßigkeit der getroffenen Maßnahmen der Krisenintervention auf nationaler wie auch auf unionaler Ebene umstritten.¹¹

Sowohl die Komplexität der Materie, die unterschiedlichen politischen Ausrichtungen der beteiligten nationalen Regierungen und Parlamente als auch der zeitliche Druck der Finanzmärkte sind für die erheblichen Schwierigkeiten bei der notwendigen Krisenbewältigung ursächlich. Neben diesen Faktoren führte noch eine Vielzahl anderer Ursachen zu dem – auf den ersten Blick überraschenden – Umstand, dass die Maßnahmen zur Stabilisierung der europäischen Gemeinschaftswährung oftmals nicht im Rahmen des supranationalen Europarechts gesucht wurden.¹² Vielmehr wurde gerade mit ESM und FiskalV auf eine völkerrechtliche Krisenbewältigung gesetzt.¹³ Diese „völkerrechtliche Flankierung“¹⁴ der Europäischen Integration ist der Staatengemeinschaft jedoch nicht fremd.¹⁵ Bereits die Schengener Abkommen¹⁶ und das Gerichtsstands- und Vollstreckungsabkommen¹⁷ wurden zunächst als völkerrechtliche Verträge neben dem EU-Recht geschlossen und erst später in dessen rechtlichen Kontext einbezogen.¹⁸ Zudem ist eine völkerrechtliche Handlungsweise der Mitgliedstaaten auch innerhalb des Unionsrechts angelegt. So handelt es sich auf dem

10 *Kotzur*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 45 (45).

11 *Calliess*, NVwZ 2012, S. 1 (6). Vgl. auch: *Hatje*, in: K/G, Europa, S. 73 (73 f.).

12 *Uerpmann-Witzack*, EuR-Bei 2013 (2), S. 49 (49).

13 *Schorkopf*, ZSE 2012, S. 1 (2); *Graf von Kielmansegg*, EuR 2012, S. 654 (657).

14 *Wollenschläger*, NVwZ 2012, S. 713 (713). Weiterhin wird in diesem Zusammenhang auch von „Ersatzunionsrecht“ (*Lorz/Sauer*, DÖV 2012, S. 573 [573]), „Satellitenverträgen“ (*Thym*, EuR-Bei 2013 [2], S. 23 [23], *Thym*, in: H/M-G, EnzEuR Bd. 1, § 5 Rn. 82), „völkerrechtliche Ausweich-Regime“ (*Schmahl*, DÖV 2014, S. 501 [507]), „völkerrechtliche Ausweich-“ oder „Nebenverträge“, „intergouvernementale Ausweichkonstrukte“, oder „völkerrechtlichen Komplementärvereinbarungen“ (*Schmahl*, DÖV 2014, S. 501 [508]), gesprochen.

15 Vgl. *Nettesheim*, EuR-Bei 2013 (2), S. 7 (8); *Thym*, EuR-Bei 2013 (2), S. 23 (31); *Thym*, in: H/M-G, EnzEuR Bd. 1, § 5 Rn. 82.

16 1.) Übereinkommen über den schrittweisen Abbau der Personenkontrollen an den Binnengrenzen zwischen den Vertragsparteien vom 14.06.1985 („Schengen I“). 2.) Schengener Durchführungsübereinkommen vom 19.06.1990 („Schengen II“ oder „SDÜ“).

17 Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Vollstreckung gerichtlicher Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen („Brüsseler Übereinkommen“ oder „EuGVÜ“) vom 27.09.1968.

18 Vgl. Art. 1 des Schengen-Protokolls zum Vertrag von Amsterdam vom 02.07.1997; VO (EU) Nr. 1215/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12.12.2012 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (Abl. L. 251/1).

Politikfeld Wirtschaft – für welches grundsätzlich die Mitgliedstaaten gemäß Art. 4 Abs. 2 lit. c, Art. 5, 120 ff. AEUV zuständig sind – faktisch um eine intergouvernementale Zusammenarbeit der Mitgliedstaaten unter dem Deckmantel der EU.¹⁹

Obschon dies verdeutlicht, dass sich der Integrationsprozess nicht nur auf das supranationale Unionsrecht beschränkt, sondern zugleich auf zwischenstaatlich ausgehandeltes Völkervertragsrecht gestützt wird, legen ESM und FiskalV Zeugnis von einer neuen Kategorie von Maßnahmen im Zusammenhang mit der Europäischen Integration ab. Die Besonderheit dieser beiden Verträge besteht in ihrer hybriden Rechtsnatur,²⁰ die darin wurzelt, dass sie weder dem Europa- noch dem Völkerrecht eindeutig zugeordnet werden können, sondern in einer rechtlichen Grauzone dazwischen angesiedelt sind:²¹ Von einem rein formalen Standpunkt aus betrachtet, handelt es sich bei ESM und FiskalV um klassische völkerrechtliche Verträge der Mitgliedstaaten der EU auf der Grundlage der ihnen verbliebenen, wirtschaftspolitischen Kompetenzen.²² Angesichts des Umstandes, dass sie weder als Sekundärrechtsakte nach den innerunional einschlägigen Verfahrensvorschriften erlassen wurden noch den Anforderungen eines Vertragsänderungsverfahrens, vgl. Art. 48 EUV, genügen, stehen sie grundsätzlich neben dem Unionsrecht. Bezieht man hingegen institutionelle und materielle Aspekte in die Betrachtung ein, wird offenbar, dass ESM und FiskalV eng hiermit verknüpft sind und sich inhaltlich auf die Europäische Integration beziehen.²³ Aus institutioneller Sicht wird dies bereits daran deutlich, dass die Kommission und der EuGH in beiden Verträgen im Wege der Organleihe²⁴ mit Aufgaben betraut werden und an ESM und FiskalV ausschließlich Mitgliedstaaten der EU partizipieren. Die materielle Verbindung mit dem Unionsrecht folgt für den Fis-

19 *Streinz*, Europarecht, § 15 Rn. 1116; *Bandilla*, in: G/H/N (Hrsg.), Recht der EU, Art. 120 AEUV Rn. 2 ff. (Stand: Mai 2011, EL 44); *Kube*, WM 2012, S. 245 (245); *Cromme*, DÖV 2012, S. 209 (211); *Müller-Graff*, integration 2011, S. 289 (290); *Hölscheidt*, EuR-Bei 2013 (2), S. 61 (62 f.).

20 *Wollenschläger*, NVwZ 2012, S. 713 (713).

21 *Möllers/Reinhardt*, JZ 2012, S. 693 (693); *Lorz/Sauer*, DÖV 2012, S. 573 (575).

22 Hinsichtlich des ESM: *Piecha*, S. 116. Hinsichtlich des FiskalV: *Grimm*, S. 201; *Calliess/Schoenfleisch*, JZ 2012, S. 477 (481); *Repasi*, EuR 2013, S. 45 (66 f.); *Pilz*, DÖV 2012, S. 909 (910); *Häde*, in: K/W/W (Hrsg.), GG, Art. 88 GG Rn. 523 (Stand: Dez 2012, EL 159); *Müller*, ZfV 2013, S. 535 (541).

23 *Lorz/Sauer*, DÖV 2012, S. 573 (575); *Wollenschläger*, NVwZ 2012, S. 713 (714); *Schmahl*, DÖV 2014, S. 501 (507); *Hölscheidt/Rohleder*, DVBl. 2012, S. 806 (807 f.); *Kube*, WM 2012, S. 245 (247 f.); *Graf von Kielmansegg*, EuR 2012, S. 654 (657).

24 Vgl. Art. 37 Abs. 3 ESM-V und Art. 8 FiskalV.

kalV insbesondere daraus, dass er gemäß Art. 1 Abs. 1 FiskalV die in Art. 126 AEUV festgeschriebene Wahrung der Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten stärken soll und er zu diesem Zweck sowohl auf Normen des Primär- als auch des Sekundärrechts rekurriert.²⁵ Demgegenüber besteht der ESM gemäß Art. 3 ESM-V ausweislich zu dem Zweck, Eurostaaten mit gravierenden Finanzierungsproblemen durch die Gewährung finanzieller Hilfsmaßnahmen zu unterstützen, wenn dies zur Wahrung der Finanzstabilität des Euro-Währungsgebietes insgesamt und seiner Mitgliedstaaten unabdingbar ist. Auf diese Weise soll er den Bestand der Währungsunion selbst sichern.²⁶ Diese enge Verbindung zwischen ESM und FiskalV auf der einen und dem Unionsrecht auf der anderen Seite offenbart nun zweierlei: Erstens nehmen beide Verträge eine dienende Rolle in Bezug auf den Europäischen Integrationsprozess ein, indem die Mitgliedstaaten nationale Kompetenzen aktivieren, um bereits vergemeinschaftete Politikbereiche zu unterstützen. Zweitens verhindert dieser Kontext eine eindeutige Zuordnung der Verträge zum Unions- oder dem Völkervertragsrecht und unterstreicht hierdurch sowohl ihren hybriden Charakter als auch ihre Qualifizierung als eigenständige, neuartige Maßnahme im Zusammenhang mit der Europäischen Integration.

Die Praxis, die Krisenintervention im Wege hybrider völkerrechtlicher Verträge einer Gruppe von Mitgliedstaaten zu betreiben, bringt sowohl Theorie als auch Praxis an die Grenzen des geltenden Rechts und wirft bislang kaum gestellte Fragen nach der Rolle und den Grenzen der Europäischen Integration auf:²⁷ Die mittlerweile auf europäischer Ebene existierende, ausdifferenzierte Regelungsdichte führt – gerade im Hinblick auf die Kompetenzverteilung zwischen der Europäischen Union und den Mitgliedstaaten – zu der grundlegenden Frage, inwieweit die Mitgliedstaaten der EU berechtigt sind, völkerrechtliche Verträge über Politikbereiche abzuschließen, die ganz oder zum Teil einer Kompetenz der EU unterfallen. Bejaht man dieses Recht, ist weiterhin fraglich, ob und wenn ja, welche Bindungswirkungen das Europarecht auf die mitgliedstaatlichen Akteure entfaltet. Weiterhin verleiht das im Rahmen der Euro-Rettung betroffene Budgetrecht der nationalen Parlamente den Fragen nach der Zulässigkeit

25 Vgl. *Lorz/Sauer*, DÖV 2012, S. 573 (575); *Piecha*, S. 271 ff.; v. *Lewinski*, in: I/K, HStR, Bd. X, § 217 Rn. 34; *Grimm*, S. 201; *Repasi*, EuR 2013, S. 45 (68); *Craig*, E.L.Rev. 37 (2012), S. 231 (236); *Calliess/Schoenfleisch*, JZ 2012, S. 477 (481 f.).

26 BVerfGE 131, 152 (218 f.); *Lorz/Sauer*, DÖV 2012, S. 573 (575); *Kube*, WM 2012, S. 245 (247 f.).

27 Vgl. *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (32).

und den rechtlichen Grundlagen von ESM und Fiskalvertrag eine Brisanz, die nicht nur die Wissenschaft,²⁸ sondern auch das Bundesverfassungsgericht²⁹ und den Europäischen Gerichtshof³⁰ beschäftigten. Nicht zuletzt ist bislang ungeklärt, welchen Rang diese hybriden Rechtsakte innerhalb der Normenhierarchie sowohl aus der Sicht des Unionsrechts als auch aus verfassungsrechtlicher Perspektive einnehmen.

Ziel dieser Arbeit ist es daher, die völkervertragliche Flankierung der Europäischen Integration sachlich und begrifflich zu konturieren und in das Spektrum mitgliedstaatlicher und unionaler Maßnahmen einzuordnen. Mit dem Themenkomplex der „Eurorettung“ steht ihr ein immer noch aktuelles und prominentes Anwendungsbeispiel zur Seite. Die Eigenarten, die sich aus dem Zusammenspiel der unterschiedlichen Ursachen der zugespitzten Situation im Euroraum, dem Mehrebenensystem – bestehend aus nationalen, europäischen und intergouvernementalen Akteuren – sowie der Konstruktion der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) selbst ergeben, hatten einen wesentlichen Einfluss auf die Wahl einer völkerrechtlich geprägten Krisenintervention der Eurostaaten. Aus diesem Grund werden zu Beginn dieser Arbeit die Ursachen der Eurokrise und deren kausales Zusammenspiel aufgezeigt (§ 2). Die Komplexität der Materie sowie insbesondere die institutionellen und inhaltlichen Verknüpfungen der einzelnen Rettungsmaßnahmen untereinander erfordern zudem einen Überblick über deren wichtigste Kerngehalte und eine Einbettung von ESM und FiskalV in den Gesamtkontext der Eurorettung (§ 3). In einem weiteren Schritt werden der Begriff des „hybriden Unionsrecht“ inhaltlich konturiert und die Gründe dargelegt, die für eine Auslagerung eines bestimmten Vorhabens aus dem supranationalen Unionsrecht sprechen (§ 4). Hiernach werden die unions- (§ 5) und verfassungsrechtlichen Grundlagen und Voraussetzungen der „hybriden rechtlichen Konstruktionen“³¹ aufgearbeitet (§ 7). Nicht zuletzt werden ESM und FiskalV auf ihre Vereinbarkeit mit den zuvor erarbeiteten unions- (§ 6) und verfassungsrechtlichen Vorgaben hin überprüft (§ 8). Abschließend werden die gefundenen Er-

28 Beispielhaft zu Fiskalvertrag und ESM: *Wollenschläger*, NVwZ 2012, S. 713 (713 ff.); *Lorz/Sauer*, DÖV 2012, S. 573 (572 ff.); *Hofmann/Konow*, ZG 2012, S. 138 (138 ff.); *Kube*, WM 2012, S. 245 (245 ff.); *Möllers/Reinhardt*, JZ 2012, S. 693 (693 ff.).

29 BVerfGE 130, 318 (318 ff.); 131, 158 (158 ff.); 132, 195 (195 ff.); BVerfGE 135, 317 (317 ff.).

30 EuGH, Rs. C-370/12 (*Pringle*), ECLI:EU:C:2012:756.

31 *Lorz/Sauer*, DÖV 2012, S. 573 (573); *Wollenschläger*, NVwZ 2012, S. 713 (713).

gebnisse aufgezeigt (§ 9) und die sich aus den Ausführungen ableitbaren, allgemeinen rechtlichen Lehren thesenartig zusammengefasst (§ 10).

§ 2: Ursachen und Rahmenbedingungen der europäischen Schuldenkrise

Die Entwicklungen, die letztlich zu der vorliegenden Situation geführt haben, sind in der Sache hochkomplex.³² Insbesondere handelt es sich bei der „Krise“ nicht um ein singuläres Ereignis:³³ Eine Vielzahl von Gründen war hierfür ursächlich, und die Gewichtung der einzelnen Aspekte ist in der Gesamtschau nach wie vor umstritten.³⁴ Gleichwohl soll hier der Versuch unternommen werden, die Hintergründe und Rahmenbedingungen sowie deren kausales Zusammenspiel und die hiervon ausgehenden Wirkungen zusammenfassend darzustellen; zumal es sich bei der im Jahre 2008 beginnenden, prekären Situation um eine der größten Zerreißproben der europäischen Staatengemeinschaft – sowohl aus politischer als auch aus rechtlicher Perspektive – handelt.

Dreh- und Angelpunkt für die Bedrohung der Existenz der Eurozone ist die Wechselwirkung zwischen der eklatant gestiegenen Belastung der öffentlichen Haushalte der Euroländer einerseits und der rechtlichen Konstruktion der Wirtschafts- und Währungsunion andererseits: Sowohl die in den Jahren 2008/2009 offen zu Tage tretende Finanzkrise und die dadurch notwendigen Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen zugunsten der Finanzmärkte (A.) als auch die allgemein angespannte Lage in der Weltwirtschaft und insbesondere in den Eurostaaten, die eine expansive Wirtschaftspolitik bedingten (B.), belasteten die öffentlichen Haushalte enorm.³⁵ Zu dieser ohnehin schon deutlichen Steigerung der Neuverschuldung und der Haushaltsdefizite gesellten sich in einzelnen Eurostaaten weitere Faktoren, etwa eine zu laxen Haushaltsführung in Zeiten guter Konjunktur, die aufgrund einer – in der Folge – überhöhten Staatsverschuldung zu einem drohenden Zahlungsausfall derselben führten (C.).³⁶ Die hohen Defizitstände offenbarten nunmehr schonungslos die Schwachstelle

32 *Ohler*, DVBl. 2011, S. 1061 (1061).

33 Vgl. *Kotzur*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 45 (46).

34 *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (129); *Mildner*, Finanzkrise; *Schorckopf*, VVDStRL 71 (2012), S. 183 (195).

35 *Pilz*, S. 6; *Hattenberger*, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 120 AEUV Rn. 9.

36 *Hattenberger*, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 120 AEUV Rn. 9.

der asymmetrischen Konstruktion der Wirtschafts- und Währungsunion.³⁷ Während die EU gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. c AEUV für die Währungspolitik derjenigen Staaten, deren Währung der Euro ist, ausschließlich zuständig ist, verbleiben die zentralen Befugnisse im Hinblick auf die allgemeine Wirtschaftspolitik gemäß Art. 5 AEUV im Wesentlichen bei den Mitgliedstaaten. Aus rechtlicher Sicht wurde hiermit aufgespalten, was tatsächlich untrennbar miteinander verbunden ist.³⁸ Anzumerken ist allerdings, dass dieser „Konstruktionsfehler“³⁹ weniger auf ein Versäumnis der beteiligten Akteure als vielmehr auf die politische Lage innerhalb Europas insbesondere im Vorfeld der deutschen Wiedervereinigung zurückzuführen ist und mit den Vorläufern der WWU, wie sie nunmehr im AEUV konzipiert ist, zusammenhängt.

Erste Pläne, eine Europäische Wirtschafts- und Währungsunion zu etablieren, entstanden bereits auf der Konferenz der Staats- und Regierungschefs der damaligen Mitgliedstaaten der EU in Den Haag am 1. und 2. Dezember 1969⁴⁰ in Reaktion auf das Scheitern des sogenannten „Bretton-Woods-Systems“.⁴¹ Die Mitgliedstaaten dieses Systems richteten ihre Wechselkurse am US-amerikanischen Dollar aus, der als Leitwährung fungierte.⁴² Der Zweck der hierdurch stabilisierten Wechselkurse bestand darin, die Fortentwicklung des Welthandels zu fördern, der durch die Weltwirtschaftskrise und den Zweiten Weltkrieg weitgehend zum Erliegen kam.⁴³ Wegen der Finanzierung des Vietnam-Krieges in den USA und der Erhöhung der Lohnkosten in europäischen Staaten kam es zu steigenden Inflationsraten.⁴⁴ In der Folge konzentrierten sich die Märkte auf die stabile D-Mark sowie auf den Schweizer Franken, was einerseits zur Aufwertung dieser Währungen und insgesamt zu währungspolitischen Turbulenzen führte und andererseits das faktische Ende des Bretton-Woods-Systems

37 *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (48); *Häde*, EuR 2009, S. 200 (202); *Hattenberger*, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 120 AEUV Rn. 9; *Hatje*, DÖV 2006, S. 597 (598), *Antpöhler*, ZaöRV 72 (2012), S. 353 (354 f.); *Thym*, S. 145.

38 Schlussantrag des Generalanwalts *Cruz Villalón*, Rs. C-62/14 (*Gauweiler u.a.*), ECLI:EU:C:2015:7, Rn. 100, 113 f., 120; *Ludwigs*, NVwZ 2015, S. 537 (541); *Piecha*, S. 116; *Heun*, JZ 2014, S. 331 (333); *Krause-Junk*, Wirtschaftsdienst 2011, S. 82 (82); *Heise*, Wirtschaftsdienst 2012, S. 222 (225).

39 *Callies*, NVwZ 2012, S. 1 (1).

40 *Bandilla*, in: G/H/N (Hrsg.), Recht der EU, Art. 119 AEUV Rn. 2 (Stand: Juli 2017, EL 62).

41 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

42 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

43 *Sautter*, Das Bretton-Woods-System.

44 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

einläutete.⁴⁵ In Reaktion auf die daraufhin auch zwischen den damaligen Mitgliedstaaten der EU stark schwankenden Wechselkurse wurde ein erster Stufenplan zur Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion zur Förderung der wirtschaftlichen Integration bei stabilen monetären Rahmenbedingungen innerhalb der EU gefasst.⁴⁶ Die Umsetzung dieses, nach dem damaligen luxemburgischen Premierminister *Pierre Werner* benannten „Werner-Plans“, scheiterte jedoch an den wirtschaftlichen Gegebenheiten der 1970er Jahre.⁴⁷ Maßgebliches Ereignis war hierbei die Öl-Krise im Jahr 1973, die zu einem starken Anstieg des Ölpreises führte.⁴⁸ Während einige Staaten wie Frankreich und Italien die gestiegenen Kosten durch eine expansive Geldpolitik auffangen wollten, bemühten sich andere Staaten – etwa Deutschland und Belgien – um währungspolitische Stabilität.⁴⁹ Die uneinheitliche Herangehensweise der Staaten sowie der Umstand, dass die vom Werner-Plan vorgesehene wirtschaftspolitische Koordinierung nicht stattgefunden hatte, besiegelten zwar einerseits das Ende dieses Plans, verdeutlichten andererseits aber auch, dass die Koordinierung der Wirtschaftspolitiken die Voraussetzung von starren Wechselkursen ist.⁵⁰ Im Jahr 1978 wurde daraufhin das Europäische Währungssystem gegründet.⁵¹ Hierbei handelte es sich um eine freiwillige Zusammenarbeit der Zentralbanken der Mitgliedstaaten, um eine Konvergenz der Währungspolitiken zu erreichen.⁵² Da allerdings auch hinsichtlich dieses Systems der wirtschaftspolitische Unterbau fehlte, Wechselkursschwankungen erneut nicht aufgefangen werden konnten und gerade kleine Volkswirtschaften besonders stark hiervon betroffen waren,⁵³ entwickelte der damalige Kommissionspräsident *Jacques Delors* ein auf dem Werner-Plan basierendes Konzept, welches die Grundlage der Wirtschafts- und Währungsunion des Vertrages von Maastricht darstellt.⁵⁴ Dem Delors-Bericht aus dem Jahre

45 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

46 *Bandilla*, in: G/H/N (Hrsg.), Recht der EU, Art. 119 AEUV Rn. 4 (Stand: Juli 2017, EL 62).

47 *Bandilla*, in: G/H/N (Hrsg.), Recht der EU, Art. 119 AEUV Rn. 4 (Stand: Juli 2017, EL 62).

48 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

49 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

50 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

51 *Bandilla*, in: G/H/N (Hrsg.), Recht der EU, Art. 119 AEUV Rn. 5 (Stand: Juli 2017, EL 62).

52 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

53 *Zapka*, Wirtschafts- und Währungsunion.

54 *Bandilla*, in: G/H/N (Hrsg.), Recht der EU, Art. 119 AEUV Rn. 6 (Stand: Juli 2017, EL 62).

1989, der den Stufenplan zur Einführung einer gesamteuropäischen Währung enthielt,⁵⁵ gingen langwierige Verhandlungen insbesondere zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Frankreich voraus. Der vom damaligen Bundeskanzler *Helmut Kohl* anvisierten deutschen Wiedervereinigung und der endgültigen Beendigung des Besatzungsstatuts stand der französische Präsident *Francois Mitterrand* skeptisch gegenüber. Insbesondere standen Befürchtungen im Raum, eine wiedervereinigtes Deutschland könne wirtschaftlich zu stark werden und erneut zu einer Bedrohung heranwachsen.⁵⁶ Dem Rechnung tragend, machte *Mitterrand* die Zustimmung Frankreichs zu den in Rede stehenden Vorhaben von der Aufgabe der nationalen Währungshoheit zugunsten einer einheitlichen europäischen Währung abhängig. Durch den Verlust der starken D-Markt sei die wirtschaftliche Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland eng mit derjenigen der anderen, an der Währungsunion beteiligten Mitgliedstaaten, verwoben und ein Ausscheren der Bundesrepublik zu deren Lasten könne verhindert werden.⁵⁷ Die Aufspaltung von Wirtschafts- und Währungspolitik gestaltete sich somit als Kompromiss, auf den sich die damaligen Regierungschefs einigen konnten. Ungeachtet dieses rechtspolitischen Hintergrunds mündete die zentralisierte Finanzpolitik, gepaart mit einer weiterhin dezentral gesteuerten Wirtschaftspolitik der einzelnen Mitgliedstaaten, in dem Umstand, dass die supranationale Währungsunion, die zu Recht als einer der bedeutsamsten Integrations Schritte bezeichnet wird,⁵⁸ wegen der fehlenden wirtschaftspolitischen Untermauerung auf unionaler Ebene nunmehr durch die Mitgliedstaaten stabilisiert werden musste.⁵⁹ Diese konstitutionelle Schwäche der Währungsunion⁶⁰ sollte durch die Stärkung der haushaltspolitischen Disziplin der Mitgliedstaaten und deren Unterwerfung unter die Regeln der Kapitalmärkte hinsichtlich der Finanzierung ihres Haushaltes gemäß Art. 123 ff. AEUV kompensiert werden.⁶¹ Gerade dieser Aspekt birgt jedoch ein lange unterschätztes Insolvenzrisiko für die Mit-

55 *Schorkopf*, NJW 2001, S. 3734 (3735); *Obr*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 106 (106 ff.).

56 Vgl. *Krägenau/Wetter*, S. 32, S. 63; *Oppermann/Classen/Nettesheim*, § 19 Rn. 11 f.

57 Vgl. *Oppermann/Classen/Nettesheim*, § 19 Rn. 12.

58 *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (33, 47); *Oppermann/Classen/Nettesheim*, § 19 Rn. 1 ff.; *Kempen*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 119 AEUV Rn. 9.

59 *Hattenberger*, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Art. 120 AEUV Rn. 9.

60 *Seidel*, EuR 2000, S. 861 (862 f.).

61 *Häde*, in: C/R (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 123 AEUV Rn. 3 ff.

A. Amerikanische Immobilienblase und deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte

gliedstaaten,⁶² welches aufgrund der rechtlichen und tatsächlichen Verflechtungen innerhalb der Eurozone zur Ansteckung weiterer Mitglieder der Währungsunion und im Ergebnis zum Zusammenbruch der gesamten Eurozone zu führen geeignet war (D.).⁶³

A. Amerikanische Immobilienblase und deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Ein erster, entscheidender Grund für die in Rede stehende Situation ist die im Jahr 2007 offen zu Tage getretene Immobilienblase in den USA⁶⁴ und die damit zusammenhängende Verweigerung von Liquiditätshilfen für die amerikanische Investmentbank „Lehman Brothers“ am 15.09.2008.⁶⁵ Hierbei handelte es sich um einschneidende Entwicklungen und Ereignisse, die sich in der Folge nicht mehr nur auf den amerikanischen, sondern auf die Finanzmärkte weltweit auswirkten und damit maßgeblich zu der Krise beitrugen.⁶⁶ Die hierdurch bedingten, weitreichenden Konsequenzen bedürfen zum Verständnis der Vorgänge einer Auseinandersetzung mit ihren Hintergründen. Trennen lässt sich diesbezüglich zwischen drei wesentlichen Abschnitten: Die Lage des amerikanischen Finanzmarktes im Vorfeld der Krise (I.), deren Ausbruch (II.) und deren internationale Auswirkungen (III.).

I. Amerikanischer Finanzmarkt als Nährboden der Krise

Von besonderer Relevanz für die Entwicklung des amerikanischen Finanzmarktes bis hin zu dessen Kollaps sind zunächst ein beträchtlicher Liquidi-

62 Vgl. *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2010/11, S. 76 Rn. 127; *Eger/Wagner*, in: H/M-G, EnzEuR Bd. 1, § 3 Rn. 150.

63 *Knopp*, NJW 2010, S. 1777 (1777); *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2011/12, S. 80 Rn. 132; *Gloede/Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 172 (172); *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2011, S. 827 (827); *Oppermann/Classen/Nettesheim*, § 19 Rn. 6; *Hatje/von Förster*, in: H/M-G, EnzEuR Bd. 1, § 6 Rn. 57; *Frenz/Ehlenz*, EWS 2010, S. 65 (65).

64 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (2); *Mock/Kappius*, S. 3; *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 91 Rn. 127; *Piecha*, S. 10; *Siekman*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 101 (102); *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (129).

65 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (22); *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130).

66 *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130); *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 118 f. Rn. 173.

tätsüberschuss und niedrige Zinsen auf diesem Markt (1.). Zudem begünstigten spezifische Eigenarten auf dem Immobiliensektor und neue, risikobehaftete Anlageprodukte die Entstehung der Finanzkrise (2.). Neben den vielgescholtenen Ratingagenturen (3.) trugen außerdem die Finanzinstitute selbst sowie eine zu liberale Gesetzgebung ihren Teil hierzu bei (4.).

1. Liquiditätsüberschuss und niedrige Zinsen auf dem amerikanischen Finanzmarkt

Ab Mitte der Neunziger Jahre ließ sich ein enormer Geldfluss in den amerikanischen Finanzmarkt verzeichnen.⁶⁷ Dies lag hauptsächlich daran, dass sich infolge der Asienkrise ein erhöhtes Interesse vieler Investoren an Geldanlagen in wirtschaftlich stabilen Nationen, wie den USA und Europa, feststellen ließ.⁶⁸ Entsprechende Investitionen flossen insbesondere in technologiebasierte Unternehmen.⁶⁹ Außerdem führten kreditfinanzierte Importe der USA zum Aufbau eines erheblichen Leistungsbilanzdefizits gegenüber anderen Staaten.⁷⁰ Mit Blick auf die USA wäre eine Abwertung des Dollars zwar wirtschaftlich sinnvoll gewesen, da angenommen werden kann, dass sich Importe hierdurch verteuert hätten und zugleich der Inflationsdruck gestiegen wäre, so dass eine Verschiebung der Wirtschaft hin zum Export eingesetzt und sich das Leistungsbilanzdefizit allmählich ausgeglichen hätte.⁷¹ Allerdings hätten die hiermit einhergehenden Wechselkurschwankungen Vermögensverluste der investierenden Länder induziert, woran diese freilich kein Interesse hatten.⁷² Um ein stabiles Wechselkursverhältnis zu ihren eigenen Handelspartnern zu erhalten⁷³ und ihre Exportstärke aufrechtzuerhalten,⁷⁴ verhinderten Exportnationen wie Chi-

67 Vgl. *De Larosière*, S. 7 Rn. 6, 9; *Grimm*, S. 49; *Heun*, JZ 2010, S. 53 (54 m. w. N.); *Prieue*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 92 (96 ff.); *Schnabl*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 151 (153 f.).

68 *Diamond/Rajan*, S. 2; *Grimm*, S. 49. Insbesondere exportstarke Nationen wie China legten die Gewinne aus ihren Exportgeschäften in dieser Weise an (*Mildner*, Finanzkrise).

69 *Grimm*, S. 49.

70 *Prieue*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 92 (93, 96); *Welsch*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 760 (760 ff.); *Pilz*, S. 8 f.; *Prieue*, APuZ 2008, S. 21 (21 ff.).

71 *Mock/Kappius*, S. 4; *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 101 f. Rn. 138.

72 *Hefeker*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 215 (216).

73 *De Larosière*, S. 7 Rn. 9; *Schnabl*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 498 (498).

74 *Mock/Kappius*, S. 4.

na eine Abwertung des Dollars gegenüber ihren nationalen Währungen weitestgehend,⁷⁵ in dem sie große Währungsreserven aufbauten und auf diese Weise die Nachfrage nach dem Dollar hoch hielten.⁷⁶ Die hierdurch zur Verfügung stehenden Finanzmittel konnten zugleich reinvestiert werden. Die Konsequenz aus diesen Entwicklungen war eine Übersättigung des amerikanischen Finanzmarktes mit Kapital.⁷⁷

Zudem begünstigte die Niedrigzinspolitik⁷⁸ der amerikanischen Notenbank die negative Entwicklung.⁷⁹ Um die wirtschaftlichen Folgen der Insolvenz einer Vielzahl der technologiebasierten Unternehmen, in die investiert wurde, abzumildern,⁸⁰ setzte die US-amerikanische Zentralbank die Leitzinsen herab⁸¹ und bot den nationalen Geldinstituten die Möglichkeit, sich zu vergünstigten Konditionen mit Kapital zu versorgen.⁸² Diese gaben die niedrigen Zinsen in der Folge an Privatpersonen weiter, die somit gleichermaßen von den preiswerten Zinssätzen profitieren konnten.⁸³

Die Folge des niedrigen Leitzinses und der erhöhten Geldmenge auf dem amerikanischen Finanzmarkt war eine – aufgrund steigender Nachfrage bedingte – geringere Rendite für amerikanische Staatsanleihen.⁸⁴ Hierdurch stieg die Risikobereitschaft vieler Investoren, was in dem Umstand mündete, dass sie nach neuen Anlagemöglichkeiten mit höheren Erträgen suchten.⁸⁵ Verstärkt wurde das Interesse der Investoren aufgrund einer mathematischen Besonderheit:⁸⁶ Ein Hebelungseffekt bedingt einen

75 Hefeker, Wirtschaftsdienst 2007, S. 774 (775).

76 Mock/Kappius, S. 4.

77 Heise, Wirtschaftsdienst 2008, S. 716 (716).

78 Vgl. Hoffmann/Schnabel, Wirtschaftsdienst 2007, S. 220 (220 ff.).

79 Bofinger u.a., Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 92 f. Rn. 131; Schnabl, Wirtschaftsdienst 2007, S. 558 (558); Büttner/Carstensen, Wirtschaftsdienst 2008, S. 786 (787); Grimm, S. 49; Moritz, S. 343. A.A.: Sinn, S. 54 ff.; Heun, JZ 2010, S. 53 (54); Flassbeck/Spieker, Wirtschaftsdienst 2008, S. 805 (805 ff.).

80 Grimm, S. 49.

81 Vgl. Bofinger u.a., Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 119 Rn. 174.

82 Bofinger u.a., Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 97 f. Rn. 133; Guse, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (13).

83 Bloss u.a., S. 15; Mock/Kappius, S. 5; Grimm, S. 49; Büttner/Carstensen, Wirtschaftsdienst 2008, S. 786 (787); Guse, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (13).

84 Mock/Kappius, S. 4; Bofinger u.a., Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 98 Rn. 135.

85 De Larosière, S. 7 Rn. 10; Guse, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (16).

86 Sogenannter „Leverage-Effekt“: Bofinger u.a., Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 97 f. Rn. 133.

Anreiz für Unternehmen, ihre Eigenkapitalrendite in Zeiten niedriger Zinsen durch einen hohen Fremdfinanzierungsgrad zu erhöhen.⁸⁷

2. Eigenarten des amerikanischen Immobilienmarktes und neue Anlagemöglichkeiten

Das Bedürfnis nach riskanteren Anlagen mit höheren Renditen konnten die Investoren auf dem amerikanischen Immobilienmarkt im Vorfeld der eigentlichen Krise aufgrund diverser, spezifischer Eigenarten auf diesem Markt (*a*) und verschiedener neuer Finanzprodukte (*b*) befriedigen.

a) Eigenarten des amerikanischen Immobilienmarktes

In den USA bildete sich generell eine erhöhte Nachfrage nach Häusern und Wohnungen heraus.⁸⁸ Aufgrund dessen stiegen auch deren Preise überproportional an,⁸⁹ was dazu führte, dass sich eine beträchtliche Anzahl von Käufern wirtschaftlich übernahm.⁹⁰ Das niedrige Zinsniveau begünstigte zudem die Kreditvergabe und war für eine wachsende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten verantwortlich.⁹¹ Aufgrund der Vereinbarung variabler Zinsen,⁹² deren Höhe sich am allgemeinen Zinssatz auf dem Kreditmarkt orientierte,⁹³ wurden viele Darlehensverträge abgeschlossen, die für die Darlehensnehmer zunächst nur eine geringe Belastung darstellten, die jedoch im Ganzen ihre jeweilige wirtschaftliche Leistungsfähigkeit infolge eines Anstiegs des Zinsniveaus überstiegen.⁹⁴

Die steigenden Preise für Immobilien sowie politische Anreize der US-amerikanischen Regierung⁹⁵ hatten weiterhin zur Folge, dass Kreditinstitu-

87 Möschel, WuW 2008, S. 1283 (1287); Guse, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (16); Burghof/Prothmann, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (704); Körner, Wirtschaftsdienst 2009, S. 519 (522); Dullien, Wirtschaftsdienst 2013, S. 23 (24).

88 Krassin/Mai Yen Tahn/Lieven, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (86); Grimm, S. 50.

89 Guse, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (15); Bofinger u.a., Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 99 Rn. 136; Moritz, S. 344, 348.

90 Bofinger u.a., Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 99 Rn. 136.

91 Mock/Kappius, S. 5; Pilz, S. 9; Guse, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (14 f.).

92 Neubäumer, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (736); Moritz, S. 348.

93 Mock/Kappius, S. 6.

94 Bofinger u.a., Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 99 Rn. 136; Pilz, S. 9; Neubäumer, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (735). Vgl. auch: Heun, JZ 2010, S. 53 (55).

95 Körner, Wirtschaftsdienst 2009, S. 519 (520 f.); Otte, APuZ 2009, S. 9 (11).

te ihre Bonitätsanforderungen absenkten und so auch wirtschaftlich schlechter gestellten Bürgern den Abschluss eines Darlehensvertrages ermöglichten.⁹⁶ Diese Praxis war für die entsprechenden Kreditinstitute solange wirtschaftlich unproblematisch, wie die Immobilienpreise stetig anstiegen und so deren Werte, beziehungsweise deren angenommene Preissteigerungen, als ausreichende Sicherheit dienten.⁹⁷ Wegen der faktischen Beschränkung der Sicherung auf den Wert der Immobilie⁹⁸ gerieten einige Geschäftsmodelle bereits bei stagnierenden Preisen in Bedrängnis.⁹⁹

Die Anzahl der vergebenen Kredite an finanziell prinzipiell zu schwach gestellte Personen erhöhte sich durch den Umstand weiter, dass die eigentliche Kreditvergabe durch Makler mit abschlussorientierten Vergütungen erfolgte, die hierdurch naturgemäß ein gesteigertes wirtschaftliches Eigeninteresse daran hatten, eine möglichst hohe Anzahl an Darlehensverträgen abzuschließen.¹⁰⁰ Ferner bedingte die amerikanische Politik der Wohnungsbaufinanzierung eine weitere Steigerung der Kreditvergabe. Diese sollte es auch gering verdienenden Bürgern ermöglichen, ein Eigenheim zu finanzieren, indem einerseits lediglich der Wert der Immobilie als Sicherheit für ein entsprechendes Darlehen akzeptiert wurde, ein Rückgriff auf das sonstige Vermögen im Sicherungsfall indes ausgeschlossen war.¹⁰¹ Andererseits kauften staatlich geförderte Unternehmen durch immer wieder gelockerte Kreditvergabestandards risikobehaftete verbriefte Hypothekenforderungen an.¹⁰²

b) Anlagemöglichkeiten

Die Eigenarten des amerikanischen Immobilienmarktes wären – für sich genommen – wohl nicht geeignet gewesen, eine Krise dieses Ausmaßes

96 Heun, JZ 2010, S. 53 (55); Möschel, WuW 2008, S. 1283 (1285); Rudolph, ZGR 39 (2010), S. 1 (6); Piecha, S. 11; Guse, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (15); Menkboff, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (297 f.); Neubäumer, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (735 f.); Dullien, Wirtschaftsdienst 2013, S. 23 (23).

97 Bofinger u.a., Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 99 f. Rn. 136; Rudolph, ZGR 39 (2010), S. 1 (6 f.); Menkboff, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (298); Grimm, S. 51; Moritz, S. 348, 354.

98 Heun, JZ 2010, S. 53 (55).

99 Burghof/Prothmann, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (703).

100 Rudolph, ZGR 39 (2010), S. 1 (6); Möschel, WuW 2008, S. 1283 (1287).

101 Pilz, S. 9; Piecha, S. 11.

102 Mildner, Finanzkrise; Möschel, WuW 2008, S. 1283 (1285).

hervorzurufen. Vielmehr haben hierbei auch riskante Anlageprodukte und Geschäftspraktiken der Investmentbanken eine maßgebliche Rolle gespielt.¹⁰³ Hauptsächlich waren dies verbrieft, hypothekarisch gesicherte Darlehensforderungen, beziehungsweise Kreditausfallversicherungen (*aa*),¹⁰⁴ sowie die Streuung der damit verbundenen Ausfallrisiken (*bb*).¹⁰⁵

aa) Verbrieft, hypothekarisch gesicherte Darlehensforderungen und Kreditausfallversicherungen

Bei der Verbriefung geht es – vereinfacht ausgedrückt – darum, Forderungen in Form von Wertpapieren am Kapitalmarkt leichter handelbar zu machen¹⁰⁶ und dadurch internationalen Investoren eine Anlageform zu bieten.¹⁰⁷ Dies ist für die Kreditinstitute vorteilhaft,¹⁰⁸ da so die Möglichkeit eines erhöhten „Cash-Flows“ gegenüber einem rein nationalen Markt besteht.¹⁰⁹ Hierzu wird eine Darlehensforderung von dem das Darlehen gewährenden Geldinstitut auf einen Käufer übertragen. Bei dem Käufer handelt es sich zumeist um eine eigens hierfür gegründete Zweckgesellschaft.¹¹⁰ Der Vorteil dieser ersten Übertragung lag – zur damaligen Rechtslage – darin, dass die gewährten Darlehen auf diese Weise aus der Bilanz der kreditgewährenden Bank ausgelagert werden konnten¹¹¹ mit der Folge, dass sie nicht mit Eigenkapital unterlegt werden mussten¹¹² und eine Umgehung der Basel-Vorschriften zu den Eigenkapitalgrenzen ermög-

103 *Berneburg*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 277 (277); *Mock/Kappius*, S. 7.

104 *Reiner/Schacht*, WM 2010, S. 337 (337 ff.); *Reiner/Schacht*, WM 2010, S. 385 (385 ff.).

105 *Bofinger u.a.*, Sachverständigenutachten, 2007/08, S. 107 Rn. 151.

106 *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130); *Krassin/Mai Yen Tahn/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (70); *Burghof/Prothmann*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (703); *Moritz*, S. 345.

107 *Pilz*, S. 10; *Heise*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 716 (717); *Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (298).

108 *Bloss u.a.*, S. 71.

109 *Bofinger u.a.*, Sachverständigenutachten, 2007/08, S. 107 f. Rn. 152.

110 *Grimm*, S. 50; *Moritz*, S. 344; *Mildner*, Finanzkrise; *Möschel*, WuW 2008, S. 1283 (1286).

111 *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (237); *Grimm*, S. 50; *Guse*, in: E/L, Finanzkrise, S. 3 (15); *Hellwig*, S. 18; *Moritz*, S. 345.

112 *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130); *Grimm*, S. 50; *Bofinger u.a.*, Sachverständigenutachten, 2007/08, S. 107 Rn. 152; *Moritz*, S. 344; *Schröder*, in: B/J, Wirtschaftskriminalität, S. 241 (243).

licht wurde.¹¹³ Dies führte einerseits zu sinkender Transparenz für die Marktteilnehmer und erschwerte andererseits die Arbeitsbedingungen der Finanzaufsichtsbehörden.¹¹⁴ Die ausgebende Bank übernahm eine Ausfallgarantie, damit ein anderer Marktteilnehmer mit den entsprechenden Zweckgesellschaften weitere Geschäfte tätigte.¹¹⁵ Die Zweckgesellschaften selbst bildeten einen Pool, in dem sie eine bestimmte Anzahl verschiedener Forderungen bündelten und den Kauf derselben über die Ausgabe von Wertpapieren mit kurzer Laufzeit refinanzierten.¹¹⁶ Der Gewinn lag sowohl für die Zweckgesellschaften als auch für die dahinter stehenden Institute in der Zinsdifferenz zwischen langfristigen Krediten und der Ausgabe der kurzfristigen Wertpapiere.¹¹⁷ Die Kombination der kurzfristigen Laufzeiten der ausgegebenen Wertpapiere mit den langen Laufzeiten der Forderungen führte dazu, dass die Zweckgesellschaften besonders anfällig für plötzlich auftretende Verwerfungen auf dem Finanzmarkt waren,¹¹⁸ da sie darauf angewiesen waren, nach dem Ende der kurzen Laufzeit eine Anschlussfinanzierung zu finden.¹¹⁹ Neben den verbrieften und damit handelbar gemachten Forderungen selbst wurden auch die mit der Darlehensgewährung verbundenen Ausfallrisiken an die Finanzmärkte transferiert.¹²⁰ Dies geschah zumeist in Form von „credit-default-swaps“.¹²¹ Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Kreditausfallversicherungen, die selbst wiederum am Markt handelbar sind.¹²²

Im Vorfeld der Finanzkrise wurden in den Vereinigten Staaten von Amerika eine extrem hohe Anzahl von Darlehensforderungen aus Immobilienkrediten sowie die damit einhergehenden Kreditausfallversicherungen in dieser Weise zusammengefasst und in verschiedenen Portfolios wei-

113 *Pilz*, S. 10; *Piecha*, S. 11; *Mildner*, Finanzkrise. Kritisch in Bezug auf die Basel-Vorschriften: *Paul*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 644 (644 ff.).

114 *De Larosière*, S. 8 Rn. 15; *Mildner*, Finanzkrise.

115 *Heun*, JZ 2010, S. 53 (55); *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130); *Piecha*, S. 12; *Moritz*, S. 344 f.; *Schröder*, in: B/J, Wirtschaftskriminalität, S. 241 (249).

116 *Mock/Kappius*, S. 5; *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (9); *Hellwig*, S. 18; *Schröder*, in: B/J, Wirtschaftskriminalität, S. 241 (247).

117 *Hartmann-Wendels*, in: Wirtschaftsdienst 2007, S. 640 (641); *Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (296); *Schröder*, in: B/J, Wirtschaftskriminalität, S. 241 (248); *Mildner*, Finanzkrise.

118 *Mildner*, Finanzkrise; *De Larosière*, S. 9 Rn. 18.

119 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 92 ff. Rn. 131.

120 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 109 Rn. 154.

121 *Dullien*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 75 (76).

122 Vgl. *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (9 f.); *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 109 ff. Rn. 154 f.; *Meyer*, Wirtschaftsdienst 2011, S. 391 (393 f.).

terveräußert.¹²³ Durch die Vergabe von Krediten an finanziell schwache Bürger und den Umstand, dass die einzige Sicherung der jeweiligen Darlehen aufgrund sinkender Bonitätsanforderungen der Kreditinstitute ausschließlich im Wert des entsprechenden Grundstücks selbst bestand – dessen realer Wert tatsächlich geringer war, als er bewertet wurde¹²⁴ – führte die Zusammenfassung dieser Forderungen dazu, dass Portfolios entstanden, die grundsätzlich risikobehaftet waren.¹²⁵ Sind nun bereits die Forderungen risikobehaftet, gilt dies erst recht für entsprechende Kreditausfallversicherungen, da diese gerade das Ausfallrisiko von der eigentlichen Forderung abspalten.¹²⁶ Für die emittierenden Institute setzte dies einen zusätzlichen Anreiz zur Vergabe von Krediten, da sie das Risiko eines Zahlungsausfalls auf die Märkte transferieren konnten.¹²⁷ Die Konsequenz war eine aufgeladene Situation, deren Funktionieren darauf basierte, dass alle Schuldner ihrer Rückzahlungspflicht aus dem Darlehensvertrag nachkommen mussten, um die Nachfrage nach Immobilien und damit auch deren potentielle Wertsteigerung, auf der die Sicherung der Banken basierte, hoch zu halten.¹²⁸

bb) Streuung von Ausfallrisiken

Die Streuung von Ausfallrisiken erfolgt durch eine sogenannte Tranchierung.¹²⁹ Hierbei werden innerhalb eines Portfolios unterschiedliche Tranchen mit unterschiedlichen Risiken gebildet, wobei die höchste Tranche das geringste Ausfallrisiko trägt.¹³⁰ Die niedrigeren Tranchen hingegen tragen jeweils höhere Risiken.¹³¹ Der Vorteil dieses Vorgangs besteht darin, dass die höchste Tranche mit dem geringsten Ausfallrisiko auch das beste Rating erhält.¹³² Realisiert sich das Ausfallrisiko, werden korrespondieren-

123 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (8).

124 Sogenannte „Subprime–Mortgages“ (*Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 4 f. Rn. 5).

125 *Krassin/Mai Yen Tabn/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (88).

126 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 109 Rn. 154.

127 *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (733).

128 Vgl. hierzu: *Möschel*, WuW 2008, S. 1283 (1286).

129 Vgl. *Bloss u.a.*, S. 18 f.

130 *Pfingsten*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 635 (637); *Moritz*, S. 346.

131 *Burghof/Prothmann*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (703); *Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (298).

132 *Hartmann-Wendels*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 640 (640); *Dullien*, Wirtschaftsdienst 2013, S. 23 (24). Vgl. zudem: *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (10 ff.).

de Verluste zunächst von der niedrigsten Tranche getragen.¹³³ Die höchste Tranche mit dem besten Rating muss daher erst Verluste mittragen, wenn eine gewisse Ausfallquote hinsichtlich der in dem entsprechenden Portfolio enthaltenen Forderungen erreicht ist.¹³⁴ Durch diese Praxis war es möglich, die oben beschriebenen Darlehensforderungen aus der freimütigen Kreditvergabepraxis für institutionelle Anleger interessant zu machen,¹³⁵ da diese nur zur Investition in Finanzprodukte mit einem hohen Rating berechtigt waren.¹³⁶ Die Komplexität der so entstandenen Finanzprodukte führte dazu, dass die tatsächlichen Risiken oftmals nicht mehr objektiv zu erfassen waren.¹³⁷ Die Gefahr dieser Praxis bestand nun darin, dass zwar durch das hohe Rating der Eindruck einer sicheren Anlage bestand,¹³⁸ die Forderungen selbst jedoch risikobehaftet waren und bei Erreichen der Ausfallquote auch die an sich als sicher bewertete höchste Tranche Verluste mittragen musste.¹³⁹

3. Die Rolle der Ratingagenturen

Ein weiterer Aspekt, der im Vorfeld der Krise relevant wurde, ist das Verhalten der Ratingagenturen.¹⁴⁰ Diese bewerteten die neuartigen Finanzprodukte mit Bestnoten, die ansonsten mehrheitlich für sichere Staatsanleihen, etwa für diejenigen, die die Bundesrepublik Deutschland emittiert, vergeben werden.¹⁴¹ Das herausragende Rating war jedoch nicht immer

133 *Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (298); *Moritz*, S. 346; *Hartmann-Wendels*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 640 (640).

134 *Pfingsten*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 635 (637).

135 *Moritz*, S. 346.

136 *De Larosière*, S. 9 Rn. 16; *Moritz*, S. 346. Vgl. insgesamt zu diesen Ausführungen und zur Methode des Tranchierens: *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2007/08, S. 112 ff. Rn. 156 ff.; *Fender/Mitchell*, BIZ-Quartalsbericht, Juni 2005, S. 77 (79 ff.).

137 *Siekmann*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 101 (104); *De Larosière*, S. 8 Rn. 15; *Pilz*, S. 10; *Piecha*, S. 13; *Pfingsten*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 635 (638); *Schnabl*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 558 (558); *Grimm*, S. 52; *Hartmann-Wendels*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 707 (709).

138 *Burghoff/Prothmann*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (703).

139 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 119 f. Rn. 174.

140 *Bloss u.a.*, S. 98 ff.; *Siekmann*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 101 (104 f.). Vgl. auch: *Wehner*, Ratingagenturen, 2015; *Amort*, EuR 2013, S. 272 (273 ff.).

141 *De Larosière*, S. 9 Rn. 19.

gerechtfertigt,¹⁴² da die Agenturen nicht die für eine seriöse Bewertung notwendigen Informationen besaßen.¹⁴³ Die Gründe für diesen Informationsmangel waren sowohl in der Neuartigkeit der Finanzprodukte und der damit einhergehenden fehlenden Erfahrung hiermit¹⁴⁴ als auch in deren Komplexität zu erblicken.¹⁴⁵ Außerdem agierten die Ratingagenturen wegen ihres wirtschaftlichen Eigeninteresses daran,¹⁴⁶ die Finanzprodukte möglichst hoch zu bewerten,¹⁴⁷ nicht unbefangen.¹⁴⁸ Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass die Originatoren der Wertpapiere die Agenturen zum einen beauftragten, ihre Produkte zu bewerten¹⁴⁹ und sie zum anderen bei der Zusammenstellung und der Gestaltung der Anlagen selbst mithalfen.¹⁵⁰ Folglich wussten die Emittenten um ihre gute Verhandlungsposition, da sie sich an eine andere Agentur wenden konnten, wenn die zunächst beauftragte Agentur nicht das gewünschte oder anvisierte Rating für das Produkt ausgeben wollte.¹⁵¹ Die Folge der komplexen neuartigen Finanzprodukte war, dass sich Investoren und Aufsichtsbehörden verstärkt auf das Urteil der Ratingagenturen verlassen mussten, weil sie selbst nicht die notwendige Fachkenntnis zur Beurteilung der verschiedenen Anlageformen hatten.¹⁵²

4. Regulatorische Defizite und bankeninterne Fehleinschätzung

Weiterhin war der Handel gerade mit den hier in Rede stehenden derivativen Finanzprodukten wohl nicht ausreichend reguliert und beaufsich-

142 *Conrad*, Wirtschaftsdienst 2012, S. 439 (441).

143 *Mock/Kappius*, S. 8.

144 *De Larosière*, S. 9 Rn. 20.

145 *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (238).

146 *Hartmann-Wendels*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 707 (709); *Heise*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 842 (843); *Beck/Wienert*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 464 (465 f.).

147 *Behr*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 628 (628); *Grimm*, S. 51.

148 *De Larosière*, S. 9 Rn. 21.

149 *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (238); *Kotz*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 291 (294); *Otte*, APuZ 2009, S. 9 (11); *Amort*, EuR 2013, S. 272 (272).

150 *Kirchner*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 459 (460); *Hartmann-Wendels*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 707 (708); *Mildner*, Finanzkrise; *De Larosière*, S. 9 Rn. 21.

151 *De Larosière*, S. 9 Rn. 21.

152 *Siekmann*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 101 (105). Vgl. grundlegend: *Fender/Mitchell*, BIZ-Quartalsbericht, Juni 2005, S. 77 (77 f.); *Möschel*, WuW 2008, S. 1283 (1287); *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (734); *Conrad*, Wirtschaftsdienst 2012, S. 439 (440).

tigt.¹⁵³ Zunächst vertrauten die staatlichen Behörden zu lange darauf, dass sich die Märkte selbst regulieren würden, anstatt frühzeitig einzugreifen.¹⁵⁴ In diesem Sinne verließen sie sich zu sehr auf die Fähigkeiten der Finanzinstitute, mit Risiken umzugehen, und zum anderen auf die Seriosität der Bewertungen der Finanzprodukte durch die Ratingagenturen.¹⁵⁵ Es wird auch vertreten, dass teilweise zu viel Wert auf die Betrachtung einzelner Firmen als vielmehr auf die Entwicklung eines Marktes als Ganzen gelegt wurde.¹⁵⁶ Ebenfalls ist es nicht auszuschließen, dass einige Beteiligte die neuartigen Produkte schlicht nicht verstanden und die damit einhergehenden Risiken unterschätzten.¹⁵⁷ Diese Situation begünstigte eine weitere Entwicklung: Viele der derivativen Finanzprodukte – insbesondere die Kreditausfallversicherungen – wurden nicht in einem geordneten Rahmen veräußert.¹⁵⁸ Der Handel erfolgte oftmals „Over the Counter“, das bedeutet, außerhalb einer regulierten Börse.¹⁵⁹ Demnach waren sowohl Regulierung als auch Bewertung der Produkte erschwert.¹⁶⁰ Weiterhin unterlagen verschiedene Typen von Finanzinstituten unterschiedlichen regulatorischen Bestimmungen, insbesondere hinsichtlich Eigenkapital- und bilanztechnischen Vorschriften.¹⁶¹ Diese Unterschiede konnten durch verschiedene Übertragungsvorgänge von Wertpapieren zwischen den Instituten dahingehend ausgenutzt werden, dass sich ein erhebliches Risikopotential aufbauen konnte,¹⁶² indem diese Regelungen mitunter bewusst umgangen wurden.¹⁶³ Nicht zuletzt wurden diverse regulatorische Vorschriften im Vorfeld der Krise aufgeweicht beziehungs-

153 Möschel, ZRP 2009, S. 129 (129); Hellwig, S. 25 f.; Dullien, Wirtschaftsdienst 2010, S. 75 (75).

154 Mildner, Finanzkrise; Weiß, Der Staat 53 (2014), S. 555 (555 ff.).

155 De Larosière, S. 10 Rn. 25; Conrad, Wirtschaftsdienst 2012, S. 439 (440).

156 Neubäumer, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (734); De Larosière, S. 10 Rn. 26; Kirchner, Wirtschaftsdienst 2009, S. 459 (460).

157 Ilgmann/van Suntum, Wirtschaftsdienst 2008, S. 741 (745); Menkhoff, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (298); Conrad, Wirtschaftsdienst 2012, S. 439 (440 f.); Georg/Meinert, APuZ 2012, S. 35 (35).

158 Meyer, Wirtschaftsdienst 2011, S. 391 (393 f.).

159 Welfens, Wirtschaftsdienst 2009, S. 684 (686 f.); Dullien, Wirtschaftsdienst 2010, S. 75 (76); Georg/Meinert, APuZ 2012, S. 35 (35).

160 Mildner, Finanzkrise; De Larosière, S. 8 Rn. 15; Siekmann, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 101 (108).

161 Kirchner, Wirtschaftsdienst 2009, S. 459 (459).

162 Kirchner, Wirtschaftsdienst 2009, S. 459 (459 f.).

163 Hellwig, S. 17; Hartmann-Wendels, Wirtschaftsdienst 2008, S. 707 (708); Kirchner, Wirtschaftsdienst 2009, S. 459 (459).

weise gänzlich aufgehoben.¹⁶⁴ Ein Vorwurf ist jedoch nicht nur der staatlichen Aufsicht zu machen. Auch die Finanzinstitute selbst haben an der Entwicklung mitgewirkt, indem sie zu risikofreudig wurden und zu sehr auf kurzfristige Gewinnmaximierung ausgerichtet waren,¹⁶⁵ was nicht zuletzt an ausufernden Bonuszahlungen für die Banker lag.¹⁶⁶ Darüber hinaus unterschätzten wohl auch sie die von den Finanzprodukten ausgehenden Gefahren.¹⁶⁷

5. Zwischenergebnis

Festhalten lässt sich, dass verschiedenste Aspekte und Entwicklungen aus unterschiedlichen Bereichen im Vorfeld der Krise zu einer angespannten Lage auf dem amerikanischen Finanzmarkt führten. Die niedrigen Zinsen auf der einen Seite und die hohe zur Verfügung stehende Geldmenge auf der anderen Seite führten letztlich zu einer erhöhten Risikobereitschaft der Investoren, da die Renditen für sichere Staatsanleihen sanken. Diese Risikobereitschaft konnten die Investoren auf dem Immobilienmarkt befriedigen. Hier bewirkte die steigende Nachfrage nach Immobilien eine erhöhte Kreditvergabe, die durch die niedrigen Zinsen begünstigt wurde. Dieser Umstand wurde durch die staatliche Wohnungsbauförderung verstärkt. Wegen der steigenden Nachfrage nach Immobilien erhöhte sich auch deren Preis. Die Konsequenz hieraus war, dass den Kreditinstituten wegen der günstigen Prognose hinsichtlich der Preissteigerungen der Wert der Immobilien als Sicherheit ausreichte. Sinkende Bonitätsanforderungen an die Darlehensnehmer und die Vereinbarung variabler Zinsen waren in der Folge eine Ursache für eine hohe Anzahl risikobehafteter Darlehensforderungen. Das Risiko an diesen Forderungen bestand darin, dass viele der Darlehensnehmer für ein Darlehen im Umfang einer Immobilienfinanzierung wirtschaftlich nicht leistungsfähig genug waren. Dementsprechend war die Gefahr des Zahlungsausfalls überdurchschnittlich hoch. Dies gilt insbesondere aufgrund der Vereinbarung variabler Zinsen, da der Darlehenszins für die Darlehensnehmer steigt, sobald sich das allgemeine Zinsniveau erhöht. Durch Verbriefungen, Kreditausfallversicherungen und

164 *Welfens*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 684 (685). Mit Beispielen: *Siekmann*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 101 (105 ff.).

165 *Diamond/Rajan*, S. 5; *De Larosière*, S. 10 Rn. 24.

166 *Mildner*, Finanzkrise.

167 *De Larosière*, S. 10 Rn. 23.

Tranchierung entstanden neue, hochkomplexe derivative Finanzprodukte. Hierdurch wurden die Darlehensforderungen international als Wertpapiere handelbar gemacht. Aufgrund der Komplexität dieser Anlagemöglichkeiten und Fehleinschätzungen hinsichtlich des tatsächlichen Risikos der Wertpapiere – sowohl von Seiten der Finanzinstitute, der staatlichen Aufsichtsbehörden, der Ratingagenturen als auch der Investoren selber – verbreiteten sich diese Produkte nahezu weltweit. Das damit verbundene Risiko und die Gefahr, die von diesen Anlagen ausging, sollte sich an einer der obigen Gegebenheiten etwas ändern, erkannten im Vorfeld der Krise nur wenige Personen, denen zu lange kein Gehör geschenkt wurde.

II. Ausbruch der Krise

Der eigentliche Ausbruch der amerikanischen Finanzkrise basierte auf genau ebenjener Änderung der oben beschriebenen Parameter:¹⁶⁸ Ein wachsender inflationärer Druck in der amerikanischen Wirtschaft machte eine straffere Geldpolitik der amerikanischen Notenbank erforderlich.¹⁶⁹ Aus der in Reaktion hierauf erfolgten Erhöhung des Leitzinses,¹⁷⁰ stieg das allgemeine Zinsniveau mit der Folge an, dass auch die Raten der Darlehen mit variablen Zinssätzen an den höheren Leitzins angeglichen wurden.¹⁷¹ Hier machten sich nun das staatliche Wohnungsförderungsprogramm und die oben beschriebene Kreditvergabepraxis bemerkbar: Auf Grund der Vergabe von Krediten an bonitätsschwache Personen kam es zu einem erheblichen Ausfall von Darlehensforderungen,¹⁷² da die Darlehensnehmer mit der finanziellen Mehrbelastung durch die an die angehobenen Zinssätze angepassten Raten mit der Rückzahlung der Valuta überfordert wa-

168 Eine Darstellung der Chronologie der Ereignisse ab 2007 findet sich bei *Sinn*, S. 406 ff.

169 *De Larosière*, S. 11 Rn. 32; *Mock/Kappius*, S. 9.

170 *Krassin/Mai Yen Tahn/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (88); *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (17); *Moritz*, S. 353; *Körner*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 519 (522).

171 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (18); *Krassin/Mai Yen Tahn/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (88); *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (736); *Moritz*, S. 353.

172 *Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 296 (296); *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (736); *Scheller*, APuZ 2012, S. 9 (11).

ren.¹⁷³ Die Konsequenz hieraus war ein deutlicher Anstieg der Anzahl von Zwangsversteigerungen.¹⁷⁴

Ein weiterer durch die Erhöhung des Leitzinses bedingter Effekt war der Rückgang der Nachfrage nach Immobilien,¹⁷⁵ da die nun höheren Darlehenszinsen potentielle Darlehensnehmer abschreckten. Hieraus folgte letztlich ein Überangebot an unverkauften Immobilien.¹⁷⁶ Die hohe Zahl der Zwangsversteigerungen und die sinkende Nachfrage bewirkten schließlich fallende Immobilienpreise¹⁷⁷ – mithin den Zeitpunkt in dem die Immobilienblase in Amerika platzte.¹⁷⁸ Erschwerend tritt der oben genannte Umstand hinzu, dass die Sicherung der Darlehen lediglich in dem Wert der jeweiligen Immobilie bestand. Fällt nun der Preis hierfür, ist das Darlehen letztlich untersichert, da keine oder nur sehr geringe Eigenkapitalquoten der Darlehensnehmer gefordert wurden.¹⁷⁹ Aufgrund dieser Entwicklung begannen die mit diesen Darlehen gesicherten Wertpapiere sowie die verbrieften Kreditausfallversicherungen, Verluste zu zeichnen.¹⁸⁰

In einem System sich gegenseitig begünstigender und sich verstärkender Effekte geschah nun Folgendes:¹⁸¹ Die – durch die Tranchierung der Risiken und der damit einhergehenden zu optimistischen Bewertung der Finanzprodukte durch die Ratingagenturen – stark verbreiteten Produkte fanden sich in den Büchern diverser Geldinstitute und institutioneller Anleger.¹⁸² Aufgrund des Totalausfalles vieler Darlehensrückzahlungen¹⁸³ trafen die Verluste nicht nur die schlechter bewerteten, sondern auch die am

173 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 99 f. Rn. 136; *Bloss u.a.*, S. 27; *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (17); *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (237); *Krassin/Mai Yen Tahn/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (88); *Pilz*, S. 10; *Moritz*, S. 353.

174 *Bloss u.a.*, S. 27; *Mock/Kappius*, S. 9; *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (736); *Moritz*, S. 353.

175 *Krassin/Mai Yen Tahn/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (88); *Berneburg*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 277 (277).

176 *Mock/Kappius*, S. 9.

177 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (17); *Krassin/Mai Yen Tahn/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 67 (88); *Mock/Kappius*, S. 9; *Burgboff/Prothmann*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (703); *Moritz*, S. 353.

178 *Pilz*, S. 10 f.

179 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (6); *Pilz*, S. 11; *Heise*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 842 (843).

180 Vgl. *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 99 f. Rn. 136; *Mock/Kappius*, S. 9; *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (736).

181 *Hellwig*, S. 20; *Mock/Kappius*, S. 9.

182 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 119 f. Rn. 174.

183 Vgl. *Diamond/Rajan*, S. 8.

besten bewerteten Tranchen.¹⁸⁴ Konsequenterweise versuchten die Inhaber der Wertpapiere diese zu veräußern,¹⁸⁵ fanden jedoch keine Abnehmer mehr hierfür,¹⁸⁶ da das Ausmaß des eintretenden Schadens nicht ersichtlich war. Dies traf zunächst die erwähnten Zweckgesellschaften, die keine Interessenten für ihre kurzfristigen Anleihen mehr fanden und sich nicht mehr refinanzieren konnten.¹⁸⁷ Folglich mussten die dahinterstehenden Investmentbanken für die korrespondierenden Verbindlichkeiten im Rahmen der bestehenden Kreditlinien einstehen.¹⁸⁸ Hinzu kamen die nun ebenfalls reagierenden Ratingagenturen. Diese begannen die entsprechenden Wertpapiere erheblich abzuwerten,¹⁸⁹ was wiederum zu einer sinkenden Nachfrage hiernach führte.¹⁹⁰ Angesichts der Tatsache, dass faktisch keine Abnehmer mehr am Markt waren,¹⁹¹ sahen sich die betroffenen Geldinstitute gezwungen, andere Vermögenswerte zu veräußern,¹⁹² um so ihren Verbindlichkeiten nachzukommen.¹⁹³ Diese Entwicklung wurde freilich noch durch den Umstand verstärkt, dass die Geldinstitute im Vorfeld der Krise die Eigenkapitalvorschriften umgangen hatten und die Verluste daher nicht decken konnten.¹⁹⁴

Die Konsequenz dieses komplexen Vorgangs waren letztlich erhebliche Umsatzeinbußen in Höhe von mehreren hundert Milliarden Dollar.¹⁹⁵ In der Folge war ein immenser Vertrauensverlust im Interbankenmarkt zu verzeichnen:¹⁹⁶ Kein Institut war mehr bereit, einem anderen Geld zu leihen,¹⁹⁷ da nicht sicher war, wie viele der nicht mehr handelbaren Wertpapiere tatsächlich im Bestand der jeweiligen Investmenthäuser vorzufinden

184 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 118 f. Rn. 173.

185 *Dullien*, Wirtschaftsdienst 2013, S. 23 (24).

186 Vgl. *De Larosière*, S. 11 Rn. 33; *Körner*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 519 (520).

187 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (20); *Moritz*, S. 353; *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 119 f. Rn. 174; *Dullien*, Wirtschaftsdienst 2013, S. 23 (24).

188 *Hellwig*, S. 18; *Pilz*, S. 11; *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (20); *Moritz*, S. 353; *Welfens*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 684 (686).

189 *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130); *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (18); *De Larosière*, S. 12 Rn. 35; *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 732 (736); *Moritz*, S. 353.

190 *Pilz*, S. 11.

191 *Heise*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 716 (717); *Moritz*, S. 353.

192 *De Larosière*, S. 11 f. Rn. 34; *Pilz*, S. 11; *Georg/Meinert*, APuZ 2012, S. 35 (36).

193 *Grimm*, S. 52.

194 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 122 f. Rn. 178.

195 *Mock/Kappius*, S. 10.

196 *Burghof/Prothmann*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (704); *Hellwig*, S. 18; *Grimm*, S. 52.

197 *Moritz*, S. 355.

waren¹⁹⁸ und in welchem Maße das entsprechende Institut insolvenzgefährdet war.¹⁹⁹ Folglich war eine Refinanzierung nicht möglich, beziehungsweise wegen der höher werdenden Risikoaufschläge zu teuer.²⁰⁰ Dies trieb einige Investoren – darunter auch etablierte Geldhäuser wie Lehman Brothers – in die drohende Insolvenz,²⁰¹ zumal auch die Veräußerung anderer Vermögenswerte nicht ausreichte, um den Verbindlichkeiten nachzukommen und sich zudem liquide zu halten.²⁰²

Bis zu diesem Zeitpunkt wäre die aufkeimende Krise wohl noch handhabbar gewesen, auch wenn bereits einige Institute von anderen aufgekauft,²⁰³ beziehungsweise verstaatlicht wurden.²⁰⁴ Obschon hierdurch die marktinternen Korrekturmechanismen außer Kraft gesetzt und die Anreize zu solidem wirtschaften unterlaufen wurden,²⁰⁵ sendete die staatliche Interaktion eine beruhigende Signalwirkung aus. Nach der Entscheidung, Lehman-Brothers nicht staatlich zu subventionieren, galt die Annahme „too-big-to-fail“ nicht mehr.²⁰⁶ Diese Prämisse enthält die Überlegung, dass Finanzinstitute ab einer gewissen Größe im Falle ihrer Insolvenz die Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzsystems belasten können, so dass von systemischen Risiken gesprochen werden kann und die Institute sich weitestgehend sicher sein konnten, im Ernstfall staatlich subventioniert zu werden.²⁰⁷ Zwar mindert der Umstand, die eigens verursachten finanziellen Lasten im Zweifel auf die Schultern anderer zu verteilen, den Anreiz zu soliden Wirtschaften.²⁰⁸ Gleichwohl vertraute letztlich der gesamte

198 *De Larosière*, S. 11 Rn. 32; *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (20); *Heise*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 716 (718); *Welfens*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 684 (686); *Dullien*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 75 (76); *Dullien*, Wirtschaftsdienst 2013, S. 23 (24); *Neyer*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 503 (504).

199 *Kirchner*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 459 (460); *Carstensen*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 284 (284).

200 *Mock/Kappius*, S. 10; *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 122 Rn. 176 ff.

201 *De Larosière*, S. 12 Rn. 5.

202 *Diamond/Rajan*, S. 8.

203 *Mildner*, Finanzkrise. Beispielsweise wurde die Investmentbank *Bear Stearns* von *JP Morgan Chase* übernommen.

204 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 121 Rn. 175. Dies betraf zum Beispiel *Fannie Mae* und *Freddie Mac*.

205 *Mildner*, Finanzkrise.

206 *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (22 f.).

207 *Kirchner*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 459 (460); *Priddat*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 29 (29 f.).

208 Sogenanntes „Moral-Hazard-Problem“, (*Mildner*, Finanzkrise; *Zeitler*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 162 [163]).

Markt auf eine staatliche Intervention, da es für einen Staat mit weniger Kosten und Mühen verbunden ist, eine oder mehrere Banken zu stützen, als systemrelevante Verwerfungen im Falle der Insolvenz eines solchen Instituts in Kauf zu nehmen.²⁰⁹

Durch die Lehmann-Pleite erreichte das Misstrauen am Markt nun ein bisher nicht gekanntes Ausmaß, zumal Lehman Brothers ein etabliertes Unternehmen war und höchste Reputation genoss.²¹⁰ Die von der Insolvenz des Instituts ausgehende Schockwirkung brachte in der Folge fast das gesamte Kreditgeschäft zwischen den Banken zum Erliegen.²¹¹ Dies führte letztlich dazu, dass sich eine enorme Anzahl weiterer Banken, die eine geringe Eigenkapitalunterlegung besaßen und auf Kredite anderer Banken angewiesen waren, mit einer drohenden Insolvenz konfrontiert sahen und letztlich subventioniert werden mussten,²¹² indem der Staat für deren Verbindlichkeiten entsprechende Garantien übernahm²¹³ und die Zentralbanken den Markt mit Geld fluteten.²¹⁴

III. Internationale Auswirkungen

Die zugespitzte Situation an den Finanzmärkten betraf nicht nur den amerikanischen Markt.²¹⁵ Vielmehr trafen die weltweiten Auswirkungen²¹⁶ gerade auch die EU und die Eurogruppe.²¹⁷ Die Verbriefung, die risikoarme Bewertung der entsprechenden Wertpapiere und die Unkenntnis der Anleger hinsichtlich der tatsächlichen Risiken der Anlageprodukte bewirkten

209 *Mildner*, Finanzkrise.

210 *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130).

211 *Blum/Ludwig*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 784 (784); *Rudolph*, ZGR 39 (2010), S. 1 (22); *De Larosière*, S. 12 Rn. 36; *Pilz*, S. 11 f.

212 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 122 Rn. 176 ff.; *Diamond/Rajan*, S. 8; *Heise*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 79 (80).

213 *Diamond/Rajan*, S. 8. Kritisch: *Priddat*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 29 (34 f.); *von Usslar*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 36 (36 ff.).

214 *Blum/Ludwig*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 784 (784); *Burghof/Prothmann*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 703 (704); *Kempa*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 300 (300); *Neyer*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 503 (504).

215 Vgl. *Hefeker*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 215 (216 f.).

216 *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (236); *Waigel*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 72 (72); *Schnabl*, Wirtschaftsdienst 2007, S. 558 (558); *Dullien*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 75 (76); *El-Shagi*, APuZ 2008, S. 15 (15 ff.).

217 *Piecha*, S. 15.

eine weitestgehend globale Verbreitung derselben,²¹⁸ so dass die oben beschriebenen Wirkungen auch im europäischen Bankensystem eintraten.²¹⁹ Aufgrund des fehlenden Vertrauens in die Liquidität der Geldinstitute – und damit hinsichtlich der potentiellen Rückzahlungsverpflichtung aus einem Darlehensvertrag – horteten die Geldinstitute ihre Liquidität bei den Notenbanken zu extrem günstigen Zinsen,²²⁰ anstatt im Wege von Interbankenkrediten höhere Renditen zu erzielen.²²¹ Zudem verfolgten sie hiermit den Zweck, gegenüber den Inanspruchnahmen aus den Kreditlinien gewappnet zu sein.²²²

Diese Entwicklungen hatten verschiedene Konsequenzen: Zum einen war eine hohe Anzahl von Finanzinstituten bereits alleine aufgrund der Belastung durch den Ausfall der risikobehafteten Wertpapiere und die mangelhafte Eigenkapitalquote²²³ insolvenzbedroht.²²⁴ Zum anderen konnten sich Geldinstitute, die auf eine Fremdkapitalfinanzierung ausgelegt waren, wie etwa die Hypo Real Estate, nicht refinanzieren.²²⁵ Die hieraus resultierenden Bedrohungen für die Realwirtschaft und für Privatpersonen waren nunmehr enorm:²²⁶ Sind die Kunden der Ansicht, dass ihre Spareinlagen bei einer Bank nicht mehr sicher sind, lösen sie ihre Konten auf.²²⁷ Das bedeutet, dass sowohl Privatpersonen als auch Unternehmen auf ihre Einlagen zugreifen wollen, hierzu aber nicht in der Lage sind, da Kredite eine deutlich längere Laufzeit haben als Einlagen, und eine Bank daher nicht über ausreichend Liquidität verfügt, um den Abzug aller oder eines überwiegenden Anteils der Einlagen zu verkraften. Kann nun aber nicht auf die Einlagen zugegriffen werden, können auch keine Geschäfte getätigt werden, was konsequenterweise mit einem Einbruch der Realwirtschaft – inklusive Entlassungen und steigender Arbeitslosigkeit, sinkenden

218 Vgl. *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2007/08, S. 108 f. Rn. 153; *De Larosière*, S. 11 Rn. 32; *Möschel*, WuW 2008, S. 1283 (1288); *Horn/Joebges/Truger*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 795 (795).

219 *Hader/Bryazgin/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 143 (145 f.); *Grimm*, S. 51.

220 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 122 Rn. 178; *Ruckriegel*, Wirtschaftsdienst 2011, S. 107 (109).

221 *Sell/Wiens*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 526 (526).

222 *Möschel*, ZRP 2009, S. 129 (130).

223 Hierzu speziell: *Zimmermann*, Wirtschaftsdienst 2012, S. 105 (105 ff.).

224 Vgl. hierzu *Möschel*, WuW 2008, S. 1283 (1288 f.). In Deutschland betraf dies zum Beispiel die KfW-Bank.

225 Vgl. hierzu: *Möschel*, WuW 2008, S. 1283 (1289); *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 122 Rn. 178.

226 *Grimm*, S. 53.

227 *Homburg*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 223 (225).

Steuereinnahmen und höheren Sozialleistungen – einhergeht.²²⁸ Dementsprechend musste das Finanzsystem gerettet werden.²²⁹ Lediglich die Senkung der Zinsen, zu denen sich Geldinstitute bei den Notenbanken mit frischem Kapital versorgen können²³⁰ und die Garantieübernahmen der Staaten hinsichtlich der Sicherheit der in Rede stehenden Einlagen federnten die Auswirkungen auf die Realwirtschaft ab.²³¹

Dies ging freilich mit einer extremen Belastung der öffentlichen Haushalte einher,²³² wodurch die betroffenen Staaten der Eurogruppe in der Folge zunächst mit den Maastricht-Kriterien in Konflikt gerieten²³³ und im weiteren Verlauf der Ereignisse den Druck der Finanzmärkte zu spüren bekamen, da der Schuldenstand eines Staates dessen Kreditwürdigkeit und damit auch seine Refinanzierungskosten über Staatsanleihen mittelbar über Zinsaufschläge bei der Emission von Staatsanleihen beeinträchtigt.²³⁴ Der Risikotransfer des privaten Sektors auf die öffentliche Hand bewirkte damit, dass Finanzakteure ihre Aufmerksamkeit zunehmend auf die Fähigkeit zur Schuldentragung der garantierenden Staaten richteten.²³⁵

B. Allgemein angespannte wirtschaftliche Lage in der Welt und der EU

Die amerikanische Immobilienblase und die damit einhergehende Finanzkrise waren nicht die einzigen Aspekte, die die öffentlichen Finanzen vieler Staaten – gerade der Eurogruppe – massiv belasteten. Vielmehr entwickelte sich eine allgemeine Wirtschaftskrise,²³⁶ die zwar grundsätzlich

228 Vgl. hierzu insgesamt: *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 1 Rn. 2.

229 Vgl. *Zimmermann*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 306 (307); *Schorkopf*, VVDStRL 71 (2012), S. 183 (196 f.).

230 *Kempa*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 300 (300); *Heise*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 852 (844); *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (238.). Mit Blick auf Zinsentwicklung der EZB: *Ruckriegel*, Wirtschaftsdienst 2011, S. 107 (107 ff.).

231 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 1 Rn. 3.

232 *Herrmann*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 79 (81); *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 68 Rn. 123; *Grimm*, S. 53; *Gebhardt/Kambeck*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 466 (468 f.).

233 Vgl. hierzu: *Grimm*, S. 53; *Heun*, JZ 2010, S. 53 (60).

234 *Wegener/Eger*, Kapitel 11.4 S. 409.

235 *Preuß*, in: K/G, Europa, S. 113 (117).

236 *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 33 (33); *Kunstein/Wessels*, integration 2011, S. 308 (308).

nicht auf die Eurostaaten beschränkt blieb,²³⁷ hier jedoch erhebliche Auswirkungen zeigte und daher mitursächlich für die in Rede stehenden völkerrechtlichen Rettungsmaßnahmen war.²³⁸

Die Verwerfungen an den Finanzmärkten beschränkten sich nicht nur auf die dargelegte systemische Krise des Finanzsektors, sondern betrafen auch die Realwirtschaft:²³⁹ Aufgrund des Umstands, dass die Finanzkrise ihren Ursprung auf dem Immobiliensektor hatte, entstand gegenüber der Bau- und Immobilienbranche ein generelles Misstrauen. Die Folgen waren eine sinkende Nachfrage und ein deutlicher Rückgang der Investitionen.²⁴⁰ Dies gilt selbst für diejenigen Länder, in denen keine Überbewertung von Immobilien stattfand und dementsprechend keine Immobilienblase platzen konnte.²⁴¹ Die sinkende Nachfrage nach Bauprodukten und Immobilien führte zu Entlassungen und damit zu steigender Arbeitslosigkeit,²⁴² steigenden Sozialausgaben und weniger Konsum. Exportnationen wie Deutschland und China waren von den geschilderten Entwicklungen letztlich doppelt betroffen, da – in Folge des weltweiten Rückgangs der Konsum- und Investitionsausgaben – eine deutlich gesunkene Nachfrage und damit ein Rückgang des Exports zu verzeichnen war.²⁴³

Indes beschränkten sich die realwirtschaftlichen Effekte nicht auf den Bau- und Immobiliensektor.²⁴⁴ Vielmehr war die gesamte Wirtschaft davon betroffen:²⁴⁵ Neben den oben beschriebenen Bedenken Privater hin-

237 Beispielsweise waren auch Ungarn, Lettland, Rumänien und Litauen auf Hilfe angewiesen (*Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 33 [33]; *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 71 ff. Rn. 129 ff.; *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2009/10, S. 44 Rn. 68).

238 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 65 Rn. 117.

239 *Herrmann*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 79 (81); *Zimmermann*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 306 (307); *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (236).

240 *Dill/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 197 (205); *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 25 Rn. 38; S. 33 ff. Rn. 54 ff.; S. 38 Rn. 61; *Pilz*, S. 12; *Bräuninger/Hinze*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 823 (823); *Büttner/Carstensen*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 786 (787).

241 Vgl. hierzu: *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 33 ff. Rn. 54 ff.; *Bräuninger/Hinze*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 823 (823).

242 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2009/10, S. 41 Rn. 66.

243 *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (238); *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 7 Rn. 15; *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2009/10, S. 46 Rn. 71; *Bräuninger/Hinze*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 823 (823); *Ziegler*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 232 (232).

244 *Carstensen*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 284 (284); *Matthes*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 158 (158 f.).

245 Vgl. *Finger*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 162 (162 ff.).

sichtlich der Sicherheit ihrer Einlagen führten die erheblichen Verluste der Geldinstitute ebenso wie die staatlichen Rettungsmaßnahmen für Banken dazu, dass die Kreditvergabe allgemein – nicht nur gegenüber anderen Geldinstituten, sondern auch gegenüber privaten Unternehmen und Personen – stark abnahm beziehungsweise an strengere Auflagen gebunden war.²⁴⁶ Die hierdurch sinkende Konsum- und Investitionsbereitschaft wirkte sich daher gleichsam nachteilig auf die Realwirtschaft aus.²⁴⁷ Verstärkt wurden die negativen Effekte auf die Konsum- und Investitionsbereitschaft durch erhebliche Vermögensverluste²⁴⁸ – einerseits aufgrund extremer Kursschwankungen an den Aktienmärkten,²⁴⁹ andererseits durch den Wertverfall bei Immobilien.²⁵⁰ Das Grundprinzip ist logisch: Konsumenten und Produzenten hatten durch die Vermögensverluste weniger Kapital zur Verfügung und waren daher gezwungen, ihre Ausgaben zu reduzieren. Hinzu trat ein latentes Misstrauen in die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, was Private generell zu vorsichtigeren Investitionen veranlasste.²⁵¹

Die Konsequenzen dieser realwirtschaftlichen Seite der Finanzkrise waren zunächst ein beachtlicher Ausfall an Steuereinnahmen,²⁵² insbesondere bei Umsatz- und Einkommenssteuer. Daneben bedang die angespannte Situation für Unternehmen steigende Arbeitslosenquoten²⁵³ und mithin steigende Sozialausgaben.²⁵⁴ Zwar konnten diese in fast allen Euro-Staaten eintretenden Folgen²⁵⁵ in der Bundesrepublik Deutschland durch die Ein-

246 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 2 Rn. 5, S. 25 Rn. 38, S. 27 Rn. 41; *Pilz*, S. 12; *Paul*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 74 (74); *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (238); *Dill/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 197 (200); *Büttner/Carstensen*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 786 (787).

247 *Zimmermann*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 306 (307); *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 27 Rn. 42; *Hinze*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 202 (202).

248 *Dill/Lieven*, in: E/L, Finanzkrise, S. 197 (202 f.); *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (238); *Piecha*, S. 16.

249 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 1 Rn. 4, S. 40 Rn. 67.

250 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 30 ff. Rn. 47 ff.

251 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2008/09, S. 25 Rn. 38, S. 30 Rn. 46; *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2009/10, S. 28 Rn. 48.

252 *Herrmann*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 79 (81); *Bräuninger*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 2 (3); *Gebhardt*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 397 (397 ff.).

253 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2009/10, S. 41 Rn. 66.

254 *Flassbeck/Spiecker*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 178 (179); *Schwarzer*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 17 (18); *Gebhardt/Kambeck*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 466 (469).

255 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2009/10, S. 41 Rn. 66.

führung von Kurzarbeit abgemildert werden.²⁵⁶ Gleichwohl war die Belastung der öffentlichen Finanzen durch diese Entwicklungen insgesamt ebenso klar ersichtlich²⁵⁷ wie die Notwendigkeit staatlicher Konjunkturprogramme, um die Wirtschaft zu stützen.²⁵⁸ Freilich gingen auch diese wiederum mit Kosten für den Haushalt einher,²⁵⁹ was letztlich einen weiterhin steigenden Druck auf die Kreditfähigkeit der Länder bedang.

C. Überschuldung einzelner Eurostaaten

Eine weitere Ursache der „Euro-Schuldenkrise“²⁶⁰ ist in der Überschuldung einzelner Eurostaaten zu sehen,²⁶¹ die despektierlich als „PIIGS“ bezeichnet wurden.²⁶² Namentlich handelt es sich hierbei um Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien.

Um die Verschuldung eines Staates zu beziffern und aussagekräftige Werte zu erhalten, die einen Vergleich der Schuldenquoten verschiedener Staaten ermöglichen, werden die Schulden eines Staates im Verhältnis zu dessen Bruttoinlandsprodukt (BIP) angegeben, vgl. Art. 126 Abs. 2 AEUV. Von einer Überschuldung spricht man, wenn die Schuldenquote einen Prozentsatz des BIP erreicht, der für den betroffenen Staat eine ernsthafte Gefahr hinsichtlich der Möglichkeit der Refinanzierung seiner Schulden am Kapitalmarkt mit sich bringt.²⁶³ Unterschieden wird hierbei zwischen dem Gesamtschuldenstand und dem jährlichen Haushaltsdefizit, vgl.

256 *Hinze*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 835 (835); *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2009/10, S. 258 ff. Rn. 406 ff.; *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2010/11, S. 24 Rn. 47, S. 46 Rn. 91; *Eichborst/Marx*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 322 (322 ff.).

257 *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2008/09, S. 68 Rn. 123; *Bräuninger*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 2 (3).

258 *Büttner/Carstensen*, Wirtschaftsdienst 2008, S. 786 (788); *Bräuninger*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 67 (67); *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2009/10, S. 28 f. Rn. 49; *Bräuninger*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 2 (3).

259 *Kalmbach*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 236 (238). In Deutschland werden die Kosten für die Konjunkturprogramme im Rahmen der Wirtschaftskrise mit 84 Mrd. € beziffert (*Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2009/10, S. 25. Vgl. auch: *Zimmermann*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 306 [309 ff.]; *Zimmermann*, Wirtschaftsdienst 2012, S. 101 [102 ff.]).

260 *Herrmann*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 79 (79).

261 *Rother/Schuknecht/Stark*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 714 (715).

262 *Pilz*, S. 14; *Belke*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 152 (152).

263 Vgl. *Moog/Raffelhüschchen*, ZSE 2012, S. 277 (277 ff.); *Flassbeck/Spiecker*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 178 (180 f.).

Art. 126 Abs. 2 AEUV i.V.m. Art. 1 Protokoll Nr. 12 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit.

Den prominentesten und zugleich akutesten Fall bildet hierbei der griechische Staat:²⁶⁴ Hier spielten nicht nur die Folgen der Finanzkrise, Immobilienblasen und gesamtwirtschaftliche Probleme eine Rolle, obgleich diese Aspekte die gesamtwirtschaftliche Lage Griechenlands sicher ebenfalls nachteilig beeinträchtigten.²⁶⁵ Die Wirtschaft und die Staatsfinanzen der hellenischen Republik lagen vielmehr schon seit langem im Argen. Die griechischen Regierungen verstanden es, eine jahrelange Misswirtschaft²⁶⁶ durch geschönte Bilanzen zu verschleiern.²⁶⁷ Dies betraf auch die wirtschaftliche Situation: Der Konsum wurde – wegen des schwachen Exports – durch kreditfinanzierte Importe gedeckt,²⁶⁸ was aufgrund der niedrigen Zinsen für Staatsanleihen möglich war. Das dadurch entstandene Leistungsbilanzdefizit belastete die Wirtschaft massiv.²⁶⁹ Hinzu kommt, dass der Schuldenstand im Jahr 2009 mit etwa 115 % des BIP deutlich über dem von Art. 126 Abs. 2 AEUV i.V.m. Art. 1 Protokoll Nr. 12 anvisierten Referenzwert von 60 % des BIP lag.²⁷⁰ Außerdem musste auch das Haushaltsdefizit nicht nur für das Jahr 2009 von 5% auf etwa 13% des BIP, sondern auch in den folgenden Jahren mehrmals nach oben korrigiert werden,²⁷¹ wodurch die Glaubwürdigkeit der von Griechenland vorgelegten Zahlen erheblich in Mitleidenschaft gezogen wurde.²⁷² Darüber hinaus hat

264 Eine ausführlicherer Darstellung und eine Chronologie der Ereignisse in Griechenland findet sich bei *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (34 ff.).

265 *Gloede/Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 172 (173). So i.E. wohl auch *Häde*, S. 9.

266 *Glomb*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 350 (350); *Schrader/Laaser*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 540 (541 ff.).

267 Vgl. Pressemitteilung der Kommission vom 03.02.2010 (IP/10/116). So auch: *Knopp*, NJW 2010, S. 1777 (1777); *Bofinger u.a.*, Sachverständigen Gutachten, 2011/12, S. 94 f. Rn. 147; *Gloede/Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 172 (172); *Schrader/Laaser*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 540 (541); *Smeets*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 548 (554).

268 *Paulus*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 201 (203 f.); *Oppermann/Classen/Nettesheim*, § 19 Rn. 6; *Winkler*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 278 (279).

269 *Schrader/Laaser*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 540 (543 ff.); *Baumgarten/Klodt*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 374 (377 f.).

270 Vgl. Pressemitteilung des Rates für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN-Rat) vom 16.02.2010.

271 *Glomb*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 185 (186); *Hefeker*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 6 (6).

272 *Herrmann*, EuZW 2010, S. 413 (413); *Paulus*, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 201 (204).

der griechische Staat auf eine Empfehlung des Rates zum Abbau seines Defizits nicht reagiert.²⁷³ Schließlich erwiesen sich die starke Verschuldung des privaten Sektors und die damit zusammenhängenden Unterstützungsmaßnahmen seitens des Staates als weitere Belastung der griechischen Staatsfinanzen.²⁷⁴ Für die missliche Lage Griechenlands ist somit eine Vielzahl von Gründen ursächlich,²⁷⁵ wovon einzelne nicht auf das staatliche Finanzgebaren zurückgeführt werden können.²⁷⁶

Eine möglicherweise zu positive Bewertung der wirtschaftlichen Lage der Euro-Länder in guten Zeiten,²⁷⁷ die Erfahrungen aus der Finanzkrise, die gestiegenen Schuldenstände infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise, strukturelle Defizite – etwa Schwierigkeiten bei der Steuererhebung und anhaltende Korruption²⁷⁸ – sowie das verlorengegangene Vertrauen der Marktteilnehmer in die Wirtschaft und die Solvenz führten nun zu einer differenzierteren Betrachtung der wirtschafts- und fiskalpolitischen Situation Griechenlands.²⁷⁹ In der Konsequenz bewerteten die Ratingagenturen die Bonität der hellenischen Republik zunehmend negativer.²⁸⁰ Im Lichte dessen wurden griechische Staatsanleihen von den Agenturen *Fitch* und *Standard & Poor's* auf „BBB-“²⁸¹ bzw. auf „BB+“ herabgestuft.²⁸² Hierdurch stiegen die Risikoaufschläge, mithin die Zinsen, die der griechische Staat bezahlen musste, um sich am Kapitalmarkt mit Liquidität zu versorgen, so stark an, dass eine Refinanzierung trotz erheblicher finanzieller Hilfen seitens der anderen Eurostaaten und des IWF in Höhe von insgesamt etwa 110 Mrd. Euro²⁸³ nicht mehr möglich war, und ein Staatsbankrott drohte.²⁸⁴

273 Vgl. Ratsdokument 7900/09 vom 06.04.2009 und Ratsdokument 15766/09 vom 30.11.2009.

274 *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2010/11, S. 76 f. Rn. 128.

275 So auch: *Herrmann*, EuZW 2010, S. 413 (413 f.); *Gloede/Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 172 (175). A.A.: *Neubäumer*, Wirtschaftsdienst 2011, S. 827 (827 ff.); *Wieland*, NVwZ 2011, S. 340 (341).

276 So aber: *Häde*, S. 9; *Schrader/Laaser*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 540 (541).

277 *Hefeker*, Wirtschaftsdienst 2009, S. 77 (77). Vgl. hierzu insbesondere: *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2011/12, S. 94 f. Rn. 147.

278 *Gloede/Menkhoff*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 172 (174 f.).

279 Vgl. *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (37).

280 *Glomb*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 185 (186); *Hefeker*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 6 (6).

281 *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (35).

282 *Smeets*, Wirtschaftsdienst 2010, S. 309 (309).

283 *Herrmann*, EuZW 2010, S. 413 (414).

284 *Nettesheim*, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (35); *Knopp*, NJW 2010, S. 1777 (1777); *Bofinger u.a.*, Sachverständigengutachten, 2011/12, S. 80 Rn. 132. Die

Dies galt es zu vermeiden, da befürchtet wurde, dass durch den Bankrott des griechischen Staates, beziehungsweise den ebenfalls diskutierten Austritt Griechenlands aus der Währungsunion infolge der Zahlungsunfähigkeit, ein Auseinanderbrechen des Euro-Raumes folgen könnte.²⁸⁵ Die Währungshoheit wurde im Jahre 1992 im Zuge des Vertrags von Maastricht als politisch und rechtlich sensibler Bereich auf die EU übertragen. Die Vergemeinschaftung der Währung war aufgrund ihrer Sensibilität für die Funktionsfähigkeit eines Staates ein Ausdruck politischer Symbolik, die Europäische Integration voranzutreiben und so eine neue integrative Stufe erreichen zu wollen.²⁸⁶ Aus wirtschaftlicher Sicht stand mit dem Fortfall des Wechselkursrisikos, der Reduzierung von Transaktionskosten, der Verflechtung der Kapitalmärkte und der Zunahme des internationalen Waren- und Zahlungsverkehrs die mit der Einführung einer gesamteuropäischen Währung verbundene Steigerung der Wohlfahrt im Vordergrund.²⁸⁷ In gleichem Maße sollte die stärkere rechtliche und wirtschaftliche Verschränkung der Mitgliedstaaten der EU aber auch positive Effekte auf die Vertiefung der politischen Integration generieren.²⁸⁸ Diese Symbolik birgt aber in genau demselben Maße ein Risiko für die Europäische Integration, wie sie hierfür von Nutzen ist: Scheitert gerade das Aushängeschild der Integrationspolitik, würde dies dem Streben nach einem enger zusammenwachsenden Europa immens schaden²⁸⁹ und den Einigungsprozess schwerwiegend und nachhaltig zurückwerfen.²⁹⁰

Die Dramaturgie dieser Situation bestand darin, dass von der griechischen Misere eine erhebliche Ansteckungsgefahr für andere Euro-Länder

Zinsen für eine griechische Anleihe mit zwei Jahren Laufzeit betragen Ende April 2010 über 15 % (Herrmann, EuZW 2010, S. 413 [413]).

- 285 Flassbeck/Spiecker, Wirtschaftsdienst 2010, S. 178 (178); Hefeker, Wirtschaftsdienst 2010, S. 6 (6); Matthes, Wirtschaftsdienst 2012, S. 169 (170). A.A.: Obr, APuZ 2012, S. 23 (27 f.).
- 286 Nettesheim, in: Kadelbach, Finanzkrise, S. 31 (33, 47); Oppermann/Classen/Nettesheim, § 19 Rn. 1 ff.; Kempen, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 119 AEUV Rn. 9; Hofmann, EuR 1999, S. 713 (723).
- 287 Eger/Wagener, in: H/M-G, EnzEuR Bd. 1, § 3 Rn. 139.
- 288 Kotzur, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 45 (60); Waigel, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 72 (82); Degenhart, in: M/Z, Rechtsgemeinschaft, S. 85 (88 f.); Kirsch, APuZ 2010, S. 3 (3).
- 289 So auch: Gloede/Menkhoff, Wirtschaftsdienst 2010, S. 172 (172); Hinarejos, CMLR 50 (2013), S. 1621 (1628).
- 290 Oppermann/Classen/Nettesheim, § 19 Rn. 7; Paul Krugmann in einem Interview mit Focus-Money vom 06.02.2015, abrufbar unter: <http://www.focus.de/finanze/n/boerse/nobelpreis; zuletzt aufgerufen am 28.08.2019>.