



*Jean - Monnet - Lehrstuhl
für Europäische Integration*

Freie Universität



Berlin

Berliner Online-Beiträge zum Europarecht Berlin e-Working Papers on European Law

herausgegeben vom
edited by

Lehrstuhl für Öffentliches Recht und Europarecht
Chair of Public Law and European Law

Prof. Dr. Christian Calliess, LL.M. Eur
Freie Universität Berlin

Nr. 72

16.11.2011

Christian Calliess:

Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung

Zitiervorschlag:

Verfasser, in: Berliner Online-Beiträge zum Europarecht, Nr. 1, S. 1-17.



Prof. Dr. Christian Calliess, LL. M. Eur*

Der nachfolgende Beitrag ist die Schriftfassung des vom Verfasser auf der 71. Jahrestagung der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer am 6. Oktober 2011 in Münster gehaltenen Vortrags. Er wird 2012 in den Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer (VVDStRL 71, Verlag De Gruyter Recht, Berlin 2012) in Buchform erscheinen.

Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung

Inhalt

I.	Finanzkrisen und demokratischer Verfassungsstaat	3
1.	Von der globalen Finanzkrise über die europäische Verschuldungskrise zur Demokratielkrise?	3
2.	Staatliche Verantwortung für die Verhinderung und Bewältigung von Finanzkrisen	5
3.	Herausforderungen an die Rechtsetzung im Finanzmarkt	7
a)	Die Eigengesetzlichkeiten des Finanzmarkts.....	7
b)	Die Globalisierung des Finanzmarkts	8
c)	Die Privatisierung der staatlichen Verantwortung für die Finanzmarktstabilität	9
II.	Rechtsetzung im Finanzmarkt und ihre demokratische Legitimation.....	17
1.	Rechtliche Begründung und Essentialia der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers.....	17
2.	Ansätze zur Wiederherstellung der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers	18
III.	Finanzmarktrechtsetzung im Lichte des Vorsorgeprinzips	21

* Der Verfasser ist Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht und Europarecht am Fachbereich der Freien Universität Berlin sowie Inhaber einer Jean-Monnet-Professur Europäische Integration. Für ihr Gegenlesen früherer Fassungen dieses Vortrags und daraus folgende Bestätigung, Kritik und Anregungen möchte ich *Wolfram Cremer, Thorsten Kingreen* und *Matthias Ruffert* sowie meinem Bruder *Gralf-Peter Calliess* und meiner Frau *Agnes Calliess* ganz herzlich danken.

1. Begrenztheit des Wissens und Vorsorgeprinzip.....	22
2. Vorgaben des Vorsorgeprinzips	24
3. Das Vorsorgeprinzip als Regulativ von Finanzmarktrisiken	26
a) Vorsorgedefizite im geltenden Finanzmarktrecht.....	26
b) Vorschläge zur vorsorgeorientierten Erfassung von Finanzmarktrisiken.....	27
IV. Staatsverschuldung und Staatsbankrott als systemisches Risiko in der Eurozone.....	35
1. Die Maßnahmen zur Stabilisierung des Euro und ihre Legalität	36
a) Nothilfen an den Grenzen des Rechts	36
b) Mit dem permanenten Rettungsschirm auf dem Wege in die „Transferunion“?...	38
2. Die Maßnahmen zur Stabilisierung des Euro und ihre demokratische Legitimation ...	40
a) Die demokratische Legitimation der Rettungsschirme	41
b) Die demokratische Legitimation der sog. „Wirtschaftsregierung“: Die Sackgasse der Koordinierung	45
3. Risikovorsorge durch nachhaltige Haushaltspolitik in Deutschland und der EU	47
a) Rechtliche Vorgaben in Form von Schuldenbremse und Stabilitätskriterien	47
b) Reformvorschläge für eine nachhaltige Haushaltspolitik in der Eurozone.....	48
c) Perspektiven einer europäischen Haushaltsüberwachung im Lichte des Grundgesetzes	52
V. Ausblick	54

I. Finanzkrisen und demokratischer Verfassungsstaat

1. Von der globalen Finanzkrise über die europäische Verschuldungskrise zur Demokratiekrise?

Wird die Demokratie zum Opfer der Finanzkrisen, herrschen die Finanzmärkte über den demokratischen Verfassungsstaat?¹ Unter diesem Tenor werfen die Kapitalmarkt- und Bankenkrise des Jahres 2008, aber auch die mit dieser in engem Zusammenhang stehende Verschuldungskrise im Euroraum einmal mehr die alte, aber immer wieder aktuelle und neu zu stellende Frage nach dem Verhältnis von Markt und Staat auf.² Verstärkt wird das politische Leitprinzip der letzten beiden Jahrzehnte, das allgegenwärtige „It’s the economy, stupid“³, samt der damit einhergehenden Ökonomisierung von Staat und Gesellschaft nach dem Vorbild der USA hinterfragt.⁴

Finanz- und damit einhergehende Wirtschaftskrisen sind historisch betrachtet keine Seltenheit.⁵ Die besondere ökonomische Brisanz liegt gegenwärtig jedoch darin, dass zwei

¹ Vgl. dazu die Debatte in der Öffentlichkeit: *F. Schirrmacher* „Ich beginne zu glauben, dass die Linke recht hat“, FAZ am Sonntag Nr. 32 vom 14.08.2011, 17; *C. Moore* Our leaders have lost faith in the powers of their people, The Telegraph vom 29.07.2011; *D. Kurbjuweit* Ackermanns Herrschaft, Der Spiegel 22/2011, 26: Politik habe „einen neuen Souverän bekommen, das sind nicht mehr wir, das Volk, ..., das sind jetzt die Finanzmärkte, die gnadenlos herrschen“; zuvor schon *U. Beck* Europäisch Roulette: Merkels letzte Kugel, Cicero vom 26.05.2010; ähnlich *P. Kirchhof* Zeit, europäisch zu denken, FAZ Nr. 197 vom 25.08.2011, 8; zur Problematik der mit den Nothilfen an Griechenland verbundenen Haushaltslagen, *R. Hank* Das Drama der Solidarität, FAZ am Sonntag Nr. 23 vom 12.06.2011, 33, der insoweit von einem „Protektorat“ spricht.

² *D. Yergin/J. Stanislaw* Staat oder Markt, 1999, 524 ff., insbes. 532 ff.; *R. Stürner* Markt und Wettbewerb über alles?, 2007, 169 ff.; *P. Kirchhof* HStR VIII, 2010, § 169; *M. Fehling/M. Ruffert* Perspektiven, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.) Regulierungsrecht, 2010, § 23, Rn. 1 ff.; *P. Behrens* Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, 1986, 104 ff., 116 ff., 236 ff.; *J. Haucap/M. Coenen* Industriepolitische Konsequenzen der Wirtschaftskrise, in: Theurl (Hrsg.) Wirtschaftspolitische Konsequenzen der Finanz- und Wirtschaftskrise, 2010, 57 ff.; s. auch die Beiträge in *M. Bungenberg u.a.* (Hrsg.) 44. AssÖR: Recht und Ökonomik, 2004 und *E. Towfigh u.a.* (Hrsg.) 49. AssÖR: Recht und Markt – Wechselbeziehungen zweier Ordnungen, 2009.

³ Zurückgehend auf den amerikanischen Präsidenten Bill Clinton, *M. Kelly* The 1992 Campaign: The Democrats – Clinton and Bush compete to be champion of change, The New York Times vom 31.10.1992.

⁴ Dazu *R. Stürner* Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 37, 142 f.; vgl. auch *O. Lepsius* Über Märkte, Wettbewerb und Gemeinwohl – Plädoyer für einen Paradigmenwechsel, in: Adolf-Arndt-Kreis (Hrsg.) Staat in der Krise – Krise des Staates? Die Wiederentdeckung des Staates, 2010, 25 (31 ff., 47 f.); *F. Tichy* Anmerkungen zur Zukunft des Kapitalismus, APuZ 20/2009, 3 (4, 6).

⁵ *D. Yergin/J. Stanislaw* Staat oder Markt (Fn. 2), 524 ff.; vgl. auch *C. Reinhart/K. Rogoff* Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, 2010.

Krisen zusammenfallen.⁶ Ausgelöst durch eine sorglose Vergabe von privaten Immobilienkrediten in den USA, deren Risiken über die Finanzmärkte in Form von Finanzderivaten global gestreut wurden, gerieten nach Platzen der entstandenen Immobilienblase Banken⁷ und Versicherungen⁸ nicht nur in den USA selbst, sondern auch verstärkt in Europa in finanzielle Schwierigkeiten.⁹ Um eine unkontrollierbare Ausweitung der damit ausgelösten Finanzkrise zu verhindern („Ansteckungsgefahr“), wurde systemrelevanten Banken staatlicherseits frisches Eigenkapital zur Verfügung gestellt, das zumeist im Wege staatlicher Kreditaufnahme an den Finanzmärkten gegenfinanziert werden musste.

In der hiermit einhergehenden, immensen zusätzlichen staatlichen Verschuldung besteht die Schnittstelle zur zweiten Krise, der Verschuldungskrise im Euroraum.¹⁰ Plötzlich gerieten ohnehin verschuldete Eurostaaten in das Visier der Rating-Agenturen und der Finanzmärkte.¹¹ Im latent überschuldeten Griechenland, insbesondere aber in Irland und Portugal wurde dies zum Katalysator der Gefahr eines Staatsbankrotts mit unübersehbaren Konsequenzen für die Stabilität der Eurozone, die weltweit verflochtenen Finanzmärkte und damit einmal mehr für die Banken. Wurden 2008 noch systemrelevante Banken mit Steuermitteln gerettet, entschloss sich die Politik nunmehr aber, den überschuldeten Staaten direkt zu helfen. Die Rettung von Staaten reagiert nicht zuletzt auf den unter Aspekten der Legitimation fatalen Eindruck, dass

⁶ C. Ohler Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, DVBl. 2011, 1061 (1061) spricht zu Recht von „Zwillingskrise“; *instruktiv D. Yergin/J. Stanislaw* Staat oder Markt (Fn. 2), 524 ff.

⁷ Beginnend mit dem Zusammenbruch der Investmentbank „Lehman Brothers“; dazu T. Oppermann FS Möschel, 2011, 909 (911); H. Beck/H. Wienert Anatomie der Weltwirtschaftskrise: Ursachen und Schuldige, APuZ 20/2009, 7 (10 f.).

⁸ Wie z.B. der amerikanische Versicherungskonzern AIG; dazu S.-A. Mildner Obama – Architekt einer neuen Finanzordnung?, APuZ 04/2010, 26 (29).

⁹ Instruktive Darstellung der Ursachen aus ökonomischer Sicht bei H. Beck/H. Wienert Anatomie der Weltwirtschaftskrise (Fn. 7), 7 ff.; M. Hellwig Finanzmarktregulierung – welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?, Gutachten 68. DJT, E 12 ff.; ferner W. Heun Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 ff.; W. Möschel Die Finanzkrise – Wie soll es weitergehen?, ZRP 2009, 129 (129 f.).

¹⁰ C. Ohler Die Finanzkrise als Herausforderung für die Nachhaltigkeit staatlicher Verschuldungspolitik, in: Kahl (Hrsg.) Nachhaltige Finanzstrukturen im Bundesstaat, 2011, 208 ff.; vgl. auch C. Herrmann Staatsbankrott in der EU: Versagen, Bewährung oder Chance der Europäischen Währungsverfassung?, in: v. Lewinski (Hrsg.) Staatsbankrott als Rechtsfrage, 2011, 29 (32).

¹¹ Das Kapital ist zwar „scheu wie ein Reh“, aber wenn es loszieht, dann unterliegt es zugleich dem Herdentrieb einer lostrampelnden Elefantengruppe (bei dieser Redewendung lässt sich nicht mehr mit Bestimmtheit sagen, von wem sie ursprünglich stammt; dazu F. Haase Internationales und europäisches Steuerrecht, 2. Aufl. 2009, 1; zur politischen Bedeutung vgl. auch S. Dullien/D. Schwarzer Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt, SWP Aktuell Juni 2009, 1; vgl. J. Rosenbaum Der politische Einfluss von Rating-Agenturen, 2009; R. Arezki/B. Candelon/A. Sy Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis, CESifo Working Paper No. 3411, 2011.

ein zunehmend schwacher Staat nur noch von den Märkten getrieben wird und das Primat der Politik erodiert. Denn längst sind die Regierenden in den Augen der Öffentlichkeit zu den „Regierten der Banken“ geworden.¹² Aber agieren die Finanzmärkte nicht eigentlich so, wie es eine Marktwirtschaft und auch der Bürger als Kapitalanleger von ihnen erwartet? Setzt nicht gerade die politisch unvollendete europäische Währungsunion mit ihrer sog. „No-Bail-Out-Klausel“ auf die Sanktion der Märkte, um Haushaltsstabilität zu generieren?

2. *Staatliche Verantwortung für die Verhinderung und Bewältigung von Finanzkrisen*

Obwohl die soziale Marktwirtschaft konstituierend für das Selbstverständnis und die daran anknüpfende identitätsstiftende Erzählung der Bundesrepublik Deutschland nach 1949 ist, wird allseits betont,¹³ dass das Grundgesetz „keine unmittelbare Festlegung und Gewährleistung einer bestimmten Wirtschaftsordnung“ enthält, sondern deren Gestaltung dem Gesetzgeber überlässt, der „hierüber innerhalb der ihm durch das Grundgesetz gezogenen Grenzen frei zu entscheiden hat“¹⁴. Zu diesen Grenzen zählen die Grundrechte¹⁵, die Staatszielbestimmungen¹⁶ und die Strukturprinzipien der Verfassung¹⁷, die gleichzeitig die verfassungsrechtliche Rahmenverantwortung des Gesetzgebers¹⁸ für die Wirtschaft markieren.¹⁹

¹² D. Kurbjuweit Ackermanns Herrschaft (Fn. 1); zuvor schon U. Beck Europäisch Roulette (Fn. 1); ähnlich P. Kirchhof Zeit, europäisch zu denken (Fn. 1).

¹³ Vgl. H.-J. Papier Grundgesetz und Wirtschaftsordnung, in: Benda/Maihofer/Vogel (Hrsg.) Handbuch des Verfassungsrechts der Bundesrepublik Deutschland, 2. Aufl. 1994, § 18, Rn. 2 ff.; F. Ossenbühl Die Freiheit des Unternehmers nach dem Grundgesetz, AöR (115) 1990, 1 (2 f.); R. Stober Grundrechtsschutz der Wirtschaftstätigkeit, 1989, 1; instruktiv zum Streit um die Einordnung des GG als Wirtschaftsverfassung P. Badura Grundprobleme des Wirtschaftsverfassungsrechts, JuS 1976, 205 ff.; H. Hablitzel Wirtschaftsverfassung und Grundgesetz, BayVBl. 1981, 65 (65 ff., 100 ff.); O. Lepsius Verfassungsrechtlicher Rahmen der Regulierung, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.) Regulierungsrecht, 2010, § 4, Rn. 13 ff.; R. Stober Allgemeines Wirtschaftsverwaltungsrecht, 17. Aufl. 2011, 39 ff.; R. Schmidt HStR IV, 2006, § 92, Rn. 12 ff.; aA H. C. Nipperdey Soziale Marktwirtschaft und Grundgesetz, 1965, 44, der im GG eine institutionelle Garantie der sozialen Marktwirtschaft garantiert sieht; vermittelnd P. Häberle Rechtsvergleichung im Kraftfeld des Verfassungsstaates, 1992, 552 (570 ff.), dessen Ausführungen den insofern bestehenden Unterschied zwischen GG und Verfassungen der Bundesländer deutlich werden lassen.

¹⁴ BVerfGE 50, 290 (336 f.) – Mitbestimmung; 4, 7 (17 f.) – Investitionshilfe; 14, 19 (23) – Warenautomaten; 30, 292 (315) – Erdölbevorratung; vgl. etwa U. Scheuner Die staatliche Intervention im Bereich der Wirtschaft, VVDStRL 11 (1954), 1 (19 ff.).

¹⁵ M. Ruffert Zur Leistungsfähigkeit der Wirtschaftsverfassung, AöR 134 (2009), 198 (221 f.); P. Kirchhof HStR VIII, 2010, § 169, Rn. 47.

¹⁶ O. Lepsius in: Fehling/Ruffert (Fn. 13), § 4, Rn. 86 ff.

¹⁷ Dazu am Beispiel der Staatsaufgabe Umweltschutz C. Calliess Rechtsstaat und Umweltstaat, 2001, 104 ff.; allgemein zu den verfassungsrechtlichen Vorgaben O. Lepsius in: Fehling/Ruffert (Fn. 13), § 4, Rn. 45 ff. und 86 ff.; R. Schmidt Verfassungsrechtliche Grundlagen, in: Schmidt/Vollmöller (Hrsg.) Kompendium Öffentliches Wirtschaftsrecht, 3. Aufl. 2007, § 2, Rn. 11 ff.

¹⁸ Auf der Staatsrechtslehrtagung 1967 unter dem Aspekt eines „Verfassungsauftrags zur Wachstumsvorsorge“ thematisiert: H. P. Ipsen Das Staatsoberhaupt in der parlamentarischen Demokratie. Verwaltung durch

Die effiziente Zuordnung von Kapital und Risiken²⁰ ist in einer Marktwirtschaft Bedingung für Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit samt damit einhergehendem Wirtschaftswachstum.²¹ Insoweit erfüllt der Finanzmarkt eine „Schmierfunktion“ für das Räderwerk der Wirtschaft, indem in seinem Rahmen unternehmerische Ideen und das dafür notwendige Kapital zusammengebracht und diesbezügliche Risiken verteilt werden können. Dem Gesetzgeber obliegt daher auch die Verantwortung, durch staatliche Rechtsetzung²² die Stabilität des Finanzmarkts zu gewährleisten.²³ In der Folge hat er dafür zu sorgen, dass Risikofaktoren (definiert durch konjunkturelle Schwankungen sowie Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken) in ein angemessenes Verhältnis zur Risikotragfähigkeit des Gesamtsystems

Subventionen, VVDStRL 25 (1967), 257 (262); vgl. dazu auch schon *ders.* Redebeitrag zum Bericht über Staat und Verbände. Gesetzgeber und Verwaltung, VVDStRL 24 (1966), 221 f.; *ders.* Europäisches Gemeinschaftsrecht, 1972, § 28/27 f.; zustimmend *P. Badura* FS H. P. Ipsen, 367 ff.; *J. Isensee* Widerstand gegen den technischen Fortschritt, DÖV 1983, 565 (569); *H.-J. Papier* Grundgesetz und Wirtschaftsordnung (Fn. 13), § 18, Rn. 22; kritisch mit Blick auf die Überbetonung der „Wachstumsvorsorge“ *H. Hofmann* Technik und Umwelt, in: Benda/Maihofer/Vogel (Hrsg.) Handbuch des Verfassungsrechts der Bundesrepublik Deutschland, 2. Aufl. 1994, § 21, Rn. 18; *G. Nicolaysen* FS H. P. Ipsen, 485 ff.

¹⁹ *D. Grimm* Zukunft der Verfassung, 1. Aufl. 1991, 330; *P. Häberle* Rechtsvergleichung (Fn. 13), 552 (570 ff.); vgl. auch *B. Grzeszick* HStR IV, 2006, § 78, Rn. 31; *O. Lepsius* in: Fehling/Ruffert (Fn. 13), § 4, Rn. 45 ff. und 86 ff.

²⁰ Dies geschieht, indem Kapitalgeber ihr Investitionsrisiko dadurch reduzieren können, dass sie es an andere Marktteilnehmer mit entsprechender Risikopräferenz oder besseren Risikodiversifikationsmöglichkeiten gegen eine entsprechende Prämie weitergeben können; vgl. *F. Becker* Staatlich-private Rechtsetzung in globalisierten Finanzmärkten, ZG 2009, 123 (126) mwN; *T. Jorberg* Finanzmärkte und Aufgabe der Banken, in: Seidl/Zahrnt (Hrsg.) Postwachstumsgesellschaft, 2010, 145 (148).

²¹ Dazu *W. Filc* Stabilität des internationalen Finanzsystems, APuZ 7/2008, 3 (4); *R. Vaubel* Zur Finanzmarktkrise: Die Verantwortung des Staates, 2008, 10; *W. Höfling* Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?, DJT 2010, F 9; *S. Augsberg* Rechtsetzung zwischen Staat und Gesellschaft, 2003, 38 f.; *C. Ohler* Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1062); *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (125).

²² Zum Begriff der Rechtsetzung im Sinne von staatlich gesetztem Recht: nach *C. Tietje* Autonomie und Bindung der Rechtsetzung in gestuften Rechtsordnungen, VVDStRL 66 (2007), 45 (47) ist „Rechtsetzung rechtlich ausgestaltetes Verfahren und politischer Prozess“; zur Definition von Rechtsetzung im Allgemeinen *A. v. Bogdandy* Gubernative Rechtsetzung, 2000, 55, vgl. auch 47, wo *ders.* in seiner Untersuchung Rechtsetzung „nicht mehr im Lichte des (...) Modells parlamentarischen Primats, sondern im Lichte eines neuen Modells, das schlagwortartig die Rechtsetzung als kooperative Tätigkeit unter gubernativer Hegemonie versteht“, interpretiert; vgl. weiterhin *I. Härtel* Handbuch Europäische Rechtsetzung, 2006, 7 ff.; *G.-P. Calliess/M. Renner* Between Law and Social Norms: The Evolution of Global Governance, Ratio Juris, Bd. 22 Nr. 2, 2009, 260 (261); zum Begriff der Rechtsnorm *F. Becker* Kooperative und konsensuale Strukturen in der Normsetzung, 2005, 75 ff.

²³ Der Themenstellung entsprechend wird auf den unterschiedlich weit gefassten bzw. funktionspezifisch angereicherten und entsprechend umstrittenen Begriff der Regulierung verzichtet: Grundlegend *M. Ruffert* Begriff, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.) Regulierungsrecht, 2010, § 7, Rn. 1 ff. mwN; mit Blick auf den Finanzmarkt: *P.-C. Müller-Graff* Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht: Aufwind für den Regulierungsstaat?, EWS 2009, 201 (204 ff.); *H.-C. Röhl* Finanzmarktaufsicht, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.) Regulierungsrecht, 2010, § 18, Rn. 33 ff.

(definiert durch die Ertragslage von Unternehmen, ihre Kapitalausstattung und Reserven sowie die Existenz von Sicherungseinrichtungen) gesetzt werden.²⁴

In ökonomischer Hinsicht wird diese Verantwortung dadurch unterstrichen, dass es sich bei der Finanzmarktstabilität um ein öffentliches Gut²⁵ handelt. Die Beispiele „Lehman Brothers“ und „Hypo Real Estate“²⁶ haben gezeigt, dass es individuell durchaus rational sein kann, ökonomische Entscheidungen zu treffen, die der Finanzmarktstabilität zuwiderlaufen. Die solchermaßen bestehende „Divergenz von individuell rationaler und sozial optimaler Investitionsstrategie“²⁷ birgt externe Effekte, die es angesichts des diesbezüglichen Marktversagens durch staatliche Rechtsetzung zu internalisieren gilt.

3. Herausforderungen an die Rechtsetzung im Finanzmarkt

In Wahrnehmung ihrer Verantwortung für die Finanzmarktstabilität sehen sich jedoch Staat und Gesetzgeber mit besonderen Herausforderungen konfrontiert, die in der Struktur der Finanzmärkte begründet sind.

a) Die Eigengesetzlichkeiten des Finanzmarkts

Finanzmärkte rekonstruieren die realwirtschaftlichen Märkte über die Börse, den „Markt der Märkte“, in Form eines durch nationale Rechtskonstrukte ermöglichten artifiziellen Marktes.²⁸ Bedingt durch internationale Ungleichgewichte in den Außenhandelsbilanzen und damit einhergehende Exportüberschüsse sowie eine „Politik des billigen Geldes“ gibt es ein Überangebot von Kapital, das nach immer neuen Anlagemöglichkeiten mit möglichst hohen

²⁴ Vgl. *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (126) mwN.

²⁵ *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?, DJT 2010, G 37; *C. Tietje* Architektur der Weltfinanzordnung, in: ders./Kraft/Lehmann (Hrsg.) Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 109 (2011), 28 mit Fn. 129.

²⁶ Vgl. *H. Paul* Es sind längst keine normalen Zeiten mehr, FAZ.net vom 29.09.2008, abrufbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/krise-der-hypo-real-estate-es-sind-laengst-keine-normalen-zeiten-mehr-1694567.html> (zuletzt abgerufen am 31.10.2011); *H. Ankenbrand* Und ewig schockt die HRE, FAZ am Sonntag Nr. 36 vom 12.09.2010, 46; im Überblick *H. Peukert* Die große Finanzmarktkrise, Eine staatswissenschaftlich-finanzsoziologische Untersuchung, 1. Aufl. 2010, 29 ff.

²⁷ So treffend *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (126).

²⁸ Instruktiv *O. Lepsius* in: Adolf-Arndt-Kreis (Fn. 4), 25 (43 f.), der konstatiert: „Unter allen Märkten ist der Finanzmarkt der sonderbarste“; ausführlich *L. Klöhn* Kapitalmarkt, Spekulation und *Behavioral Finance*, 2006, 40 ff.; vgl. auch *W. Heun* Staat und Finanzkrise (Fn. 9), 53 (54); *H. Beck/H. Wienert* Anatomie der Weltwirtschaftskrise (Fn. 7), 7 ff.

Renditen sucht.²⁹ Im Zuge dessen schafft der Finanzmarkt immer neue Angebote, etwa in Form von Finanzderivaten, die mit der Finanzierung von Realgeschäften immer weniger zu tun haben.³⁰ Je weiter diese Loslösung reicht, desto künstlicher und abstrakter wird der Finanzmarkt, der in der Folge immer stärker von der Realwirtschaft abgelösten Eigengesetzlichkeiten folgt. Ihrer Komplexität muss die Rechtsetzung spezifisch Rechnung tragen.³¹

b) Die Globalisierung des Finanzmarkts

Im Zuge der Globalisierung und der damit verbundenen Entterritorialisierung von Problemen sieht sich der Gesetzgeber überdies vielfach mit seiner durch die Territorialhoheit des Staates begrenzten Regelungsmacht konfrontiert.³² Die Finanzmärkte bilden insoweit ein vielzitiertes Paradebeispiel. Infolge ihrer politisch gewollten Liberalisierung und Deregulierung,³³ die – kombiniert mit einem rund um die Uhr möglichen Computerhandel³⁴ – weltweit zu einer

²⁹ *W. Filc* Stabilität (Fn. 21), 3 (5 f.); *H. Enderlein* Global Governance der internationalen Finanzmärkte, APuZ 8/2009, 3 ff.; *W. Heun* Staat und Finanzkrise (Fn. 9), 53 (54 f.); *T. Jorberg* in: Seidl/Zahrnt (Fn. 20), 145 (147).

³⁰ *W. Filc* Stabilität (Fn. 21), 3 (6); vgl. *D. Hawranek/A. Mahler/C. Pauly/M. Schiessl/T. Schulz* Märkte außer Kontrolle, Der Spiegel, 34/2011, 60 (62).

³¹ *O. Lepsius* in: Adolf-Arndt-Kreis (Fn. 4), 25 (43).

³² Vgl. hierzu und zum Folgenden aus der Rechtswissenschaft z.B. die Überblicke bei *M. Ruffert* Die Globalisierung als Herausforderung an das Öffentliche Recht, 2004, 11 ff.; *C. Walter* Die Folgen der Globalisierung für die europäische Verfassungsdiskussion, DVBl. 2000, 1 ff.; *C. Tietje* Die Staatsrechtslehre und die Veränderung ihres Gegenstandes: Konsequenzen von Europäisierung und Internationalisierung, DVBl. 2003, 1081 (1083 ff.); zweifelnd aber im Ergebnis ähnlich *J. Isensee* Die vielen Staaten in der einen Welt – eine Apologie, ZSE 2003, 7 ff. jeweils mwN; vgl. auch *M. Herdegen* Informalisierung und Entparlamentarisierung politischer Entscheidungen als Gefährdungen der Verfassung?, VVDStRL 62 (2003), 7 (11); *R. Poscher* Das Verfassungsrecht vor den Herausforderungen der Globalisierung, VVDStRL 67 (2008), 160 (161); *T. Puhl* HStR III, 2005, § 48, Rn. 2; vgl. ferner aus politikwissenschaftlicher, ökonomischer und soziologischer Sicht die (widersprüchlichen) Beiträge in *U. Beck* (Hrsg.) Politik der Globalisierung, 1998; siehe auch den Überblick bei *J. Hoffmann* Ambivalenzen des Globalisierungsprozesses – Chancen und Risiken der Globalisierung, APuZ B 23/99, 3 ff.; *H. Willke* Global Governance, 2006, 22 ff.

³³ Wie in einem Brennglas bündelt sich diese Entwicklung zunächst im Rahmen des Binnenmarkts der EU. Die damit verbundenen transnationalen „Marktbürgerrechte“ der Grundfreiheiten (vgl. Art. 28 bis 37 sowie 45 bis 66 AEUV), zu denen die Kapitalverkehrsfreiheit gehört, führen dazu, dass die von nationalen Parlamenten beschlossenen Gesetze als potentielle Wettbewerbsverzerrung „unter Generalverdacht“ stehen. Im Unterschied zu den anderen Grundfreiheiten liberalisiert diese nicht nur den unionsinternen Kapitalverkehr, sondern auch denjenigen mit Drittstaaten, so dass nicht nur jede nationale Regulierung von Kapitalströmen innerhalb der EU, sondern auch in die EU oder aus dieser heraus rechtfertigungspflichtig wird. Zu dieser Wirkung der Grundfreiheiten kritisch aus politikwissenschaftlicher Sicht: *F. Scharpf* Community and Autonomy, 2010, 353 ff.; aus juristischer Sicht: *T. Kingreen*, Grundfreiheiten, in: v. Bogdandy/Bast (Hrsg.) Europäisches Verfassungsrecht, 2. Aufl. 2009, 705 ff.; positiver *M. Ruffert* Wirtschaftsverfassung (Fn. 15), 198 (219 f.); *ders.* Staat und Kapital – Verfassungsrechtliche Überlegungen zur Finanzmarktkrise, Rechtspolitisches Forum 44 (2009), 19; vgl. auch *H. Dieter* Globalisierung ordnungspolitisch gestalten, APuZ 5/2003, 17 (26).

³⁴ Vgl. *D. Altman* 24 Stunden: Wie die globale Wirtschaft funktioniert, 2007, 59 und 175; *U. Fichtner* Die Logik des Bankrotts, Der Spiegel 19/2010, 52 ff.

ungeahnten Mobilität des Kapitals führte,³⁵ haben sich die Möglichkeiten der Anleger erhöht, ganz plötzlich aus Kapitalanlagen herauszugehen – mit den entsprechenden Folgen für die Finanzmarktstabilität.³⁶ Angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung des im Vergleich zur Realwirtschaft extrem mobilen Finanzsektors konkurrieren die Staaten zugleich um investitionsfreundliche Standortbedingungen.³⁷ Der damit einhergehende Zwang zu angebotsorientierter Politik setzt jedenfalls außerhalb des europäischen Binnenmarktes³⁸ einen Systemwettbewerb³⁹ in Gang, der jede Finanzmarktregulierung zumindest erschwert.⁴⁰

c) Die Privatisierung der staatlichen Verantwortung für die Finanzmarktstabilität

(aa) Hintergrund und Kontext

Nicht zuletzt geht mit der Globalisierung auch eine mitunter weitreichende „Privatisierung“ von staatlicher Verantwortung einher. Wenn sich die historisch gewachsene Trennung zwischen Innen- und Außensphäre des Staates⁴¹ im Gefolge der Globalisierung immer mehr auflöst, sind die Staaten in den Außenbeziehungen nicht mehr die alleinigen Akteure.⁴² Vor diesem Hintergrund sind sie rein faktisch gezwungen, zur effektiven Problembewältigung mit den gesellschaftlichen Akteuren zu kooperieren. Im Zuge dessen wird staatliche Rechtsetzung – unter dem politikwissenschaftlich geprägten,⁴³ juristisch allerdings kaum aufbereiteten

³⁵ Dazu *M. Ruffert* Staat und Kapital (Fn. 33), 18 ff.

³⁶ „Das Kapital ist scheu wie ein Reh“, s. zur Herkunft der Redewendung Fn. 11.

³⁷ *P. Kirchhof* HStR VIII, 2010, § 169, Rn. 24.

³⁸ Anders als auf internationaler Ebene wird diese Form der Deregulierung jedoch durch eine europäische Regulierungskompetenz flankiert.

³⁹ Vgl. dazu *V. Mehde* Wettbewerb zwischen Staaten, 2005, 36 ff.; *A. Peters* Wettbewerb von Rechtsordnungen, VVDStRL 69 (2010), 7 ff.; *T. Giegerich* Wettbewerb von Rechtsordnungen, VVDStRL 69 (2010), 57 ff.

⁴⁰ Zweifelnd insoweit *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (128), dessen Einwände jedoch durch die Wirklichkeit widerlegt werden: Obwohl die damals neugegründete Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bereits 2002 in den Finanzmärkten Risiken identifiziert hat, die sich zu „systemischen Gefahren“ entwickeln könnten, wird die deutsche Regierung nicht aktiv. Die Politik will zu dieser Zeit den „Finanzplatz Deutschland“ stärken und die Entwicklung neuer Finanzprodukte fördern; vgl. *B. Balzli/K. Brinkbäumer/J. Brenner/U. Fichtner/H. Goos/R. Hoppe/F. Hornig/A. Kneip* Der Bankraub, Der Spiegel 47/2008, 44 (56).

⁴¹ Vgl. etwa *G. W. F. Hegel* Grundlinien der Philosophie des Rechts, 1821, § 259; *J. Locke* Two Treaties of Government, 1690, Bd. II, Kap. 12, § 146; ausführlich dazu *W. Grewe* HStR III, 1988, § 77, Rn. 9 ff. mwN; vgl. auch *G. Nolte* Das Verfassungsrecht vor den Herausforderungen der Globalisierung, VVDStRL 67 (2008), 129 (149).

⁴² Vgl. *M. Ruffert* Globalisierung als Herausforderung (Fn. 32), 48 f., 62; ausführlich dazu *G.-P. Callies* Grenzüberschreitende Verbraucherverträge, 2006, 182 ff. und 220 ff. mit Beispielen auf 245 ff.

⁴³ *M. Zürn*, Regieren jenseits des Nationalstaats, 1998, 166 f.; *T. Börzel* Was ist Governance?, 2006, 2 ff., abrufbar unter: <http://www.polsoz.fu->

Begriff der Governance⁴⁴ – um neue Formen kooperativer Rechtsetzung ergänzt;⁴⁵ es entsteht ein neuartiges transnationales Recht.⁴⁶

Will man diese Entwicklung in einem allgemeineren Kontext verorten, so kann man sie der in den Neunziger Jahren geführten staatswissenschaftlichen Debatte um die „Überforderung des Staates“⁴⁷ zuordnen und sie kritisch als „Sehnsucht der Politik nach der Verantwortungslosigkeit des Marktes“⁴⁸ hinterfragen. Der durch Globalisierung einerseits und zunehmende Komplexität der zu regelnden Materien andererseits überlastete Staat soll durch Auslagerung in Form der Privatisierung entlastet werden, zumal der Markt, so die ökonomische Erwartung,⁴⁹ die in Rede stehenden Leistungen ohnehin wirtschaftlicher, mithin effizienter, kostengünstiger und nachfragegerechter erbringen kann. An dieser Schnittstelle treffen sich die Politikwissenschaften auf interessante Weise mit der sog. neoliberalen Ökonomie,⁵⁰ wengleich auch aus unterschiedlichen Begründungszusammenhängen heraus.⁵¹

Die Rechtswissenschaft hat diese Entwicklung, nicht zuletzt in Anlehnung an die eine Privatisierung ermöglichende Änderung der Art. 87e und 87f GG, zum Teil aufgenommen und dem Staat in diesem Kontext eine Gewährleistungsverantwortung zugewiesen.⁵² Diese ist

berlin.de/polwiss/forschung/international/europa/team/boerzel/Was_ist_Governance.pdf (zuletzt abgerufen am: 2.10.2011).

⁴⁴ Hierzu *W. Hoffmann-Riem* Governance im Gewährleistungsstaat, in: Schuppert (Hrsg.) Governance-Forschung, 2005, 195 (195); *C. Möllers* Der vermisste Leviathan, 2008, 95 f.; *M. Kment* Grenzüberschreitendes Verwaltungshandeln, 2010, 30 ff.

⁴⁵ Dazu *M. Ruffert*, Globalisierung als Herausforderung (Fn. 32), 21, 53 f.; *C. Tietje* Internationalisiertes Verwaltungshandeln, 2001, 164 ff.; *C. Möllers* Transnationale Behördenkooperation – Verfassungs- und völkerrechtliche Probleme transnationaler administrativer Standardsetzung, ZaöRV 65 (2005), 351 (357); *G.-P. Calliess/M. Renner* Between Law and Social Norms (Fn. 22), 260 (261, 263 ff.); vgl. *G. Teubner* Globale Zivilverfassungen: Alternativen zur staatszentrierten Verfassungstheorie, ZaöRV 63 (2003), 1 (14); sowie die Beiträge in *Möllers/Voßkuhle/Walter* (Hrsg.) Internationales Verwaltungsrecht, 2007.

⁴⁶ Dazu *M. Ruffert* Globalisierung als Herausforderung (Fn. 32), 24 ff.; ausführlich *G.-P. Calliess* Grenzüberschreitende Verbraucherverträge (Fn. 42), 212 ff.; *M. Renner*, Zwingendes transnationales Recht, 2011.

⁴⁷ Vgl. dazu *T. Ellwein/J. Hesse* Der überforderte Staat, 1994; ferner die Beiträge in *Grimm* (Hrsg.) Staatsaufgaben, 1994.

⁴⁸ *O. Lepsius* in: Adolf-Arndt-Kreis (Fn. 4), 25 (27 f.).

⁴⁹ Kritisch dazu und zu den Ursprüngen *R. Stürmer* Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 13 ff. und 28 ff.

⁵⁰ Dazu *R. Stürmer* Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 33 ff.

⁵¹ Diese sind von der Politik auf nationaler und europäischer Ebene (dankbar) aufgenommen worden, nicht zuletzt auch, weil diese Form der Auslagerung von Verantwortung von politischen Begründungszusammenhängen entlastet, indem auf Expertenwissen, den Kompromisszwang auf internationaler Ebene oder die Anonymität des Marktes mit seinen Eigengesetzlichkeiten verwiesen werden kann; dazu treffend *O. Lepsius* in: Adolf-Arndt-Kreis (Fn. 4), 25 (25 f.).

⁵² Dazu *G. Schuppert* Verwaltungswissenschaft, 2000, 898 ff., 990 ff.; *A. Voßkuhle* Beteiligung Privater an der Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben und staatliche Verantwortung, VVDStRL 62 (2003), 266 (289 ff.); *J. Kersten* Herstellung von Wettbewerb als Verwaltungsaufgabe, VVDStRL 69 (2010), 288 (316 ff., 333 f.);

dadurch gekennzeichnet, dass der Gesetzgeber durch Privatisierung und Deregulierung Raum für wettbewerbs- und marktbezogene private Tätigkeit gibt und sich auf die Schaffung von Leitplanken,⁵³ die gemeinwohlkompatible Ergebnisse gewährleisten sollen, beschränkt.⁵⁴ Die so skizzierte Entwicklung spiegelt sich im Rahmen der Finanzmarktrechtsetzung. Drei Beispiele sollen insoweit unterschiedliche Formen einer solchen kooperativen Rechtsetzung, die das Gewicht der Verantwortung für die Finanzmarktstabilität vom Staat zum Markt verlagert, illustrieren:

(bb) Das Beispiel des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht

Ein zentraler Akteur der privaten Standardsetzung ist der 1974 von den Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden der G-10 Staaten gegründete Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht,⁵⁵ der als ein informales Behördennetzwerk im Bereich technischer Expertise kategorisiert werden kann.⁵⁶ Seine Aufgabe ist es, im internationalen Kontext die Regulierung der Geschäftstätigkeit von Kreditinstituten zu gestalten, indem einheitliche Standards in der Bankenaufsicht erarbeitet werden. Diese sind zwar an sich nicht rechtsverbindlich,⁵⁷ sie sind jedoch zu global anerkannten Verhaltensstandards für die Finanzwirtschaft geworden.⁵⁸

C. Franzius Der „Gewährleistungsstaat“ – ein neues Leitbild für den Wandel des Staates?, *Der Staat* 42 (2003), 493 (495 ff.); ders. Gewährleistung im Recht, 2009, 124 mwN; M. Burgi HStR IV, 2006, § 75, Rn. 1 ff., 28 ff.; s. auch mit Blick auf den Finanzmarkt C. Ohler Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1063).

⁵³ Im Zuge dessen entsteht nach erfolgter Deregulierung durch die Gewährleistungsverantwortung sichernde Re-Regulierung ein jeweils sachspezifisches, hochkomplexes Regulierungsrecht. Dazu die Beiträge in *Fehling/Ruffert* (Hrsg.) *Regulierungsrecht*, 2011.

⁵⁴ Vgl. H. Schulze-Fielitz Hoheitliche Aufgabenwahrnehmung, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.) *Grundlagen des Verwaltungsrechts*, Band I, 2006, § 12, Rn. 51 ff.; C. Franzius *Gewährleistungsstaat* (Fn. 52), 75 ff.; J. Kersten *Wettbewerb als Verwaltungsaufgabe* (Fn. 52), 288 (316 ff., 333 f.).

⁵⁵ G. Winter *Transnationale Regulierung: Gestalt, Effekte und Rechtsstaatlichkeit*, APuZ 8/2009, 9 (11 f.).

⁵⁶ Basel Committee on Banking Supervision of the Bank for International Settlements. Für den 27 Mitglieder umfassenden Baseler Ausschuss gibt es keine Rechtsgrundlage in Form eines völkerrechtlichen Vertrags oder Verwaltungsabkommens, vielmehr ist er bis hinein in die Organisation und Arbeitsweise durch Informalität geprägt. Dazu C. Möllers *Transnationale Behördenkooperation* (Fn. 45), 351 (386 f.); S. Weber *FS Ress*, 2005, 1597 (1601 ff.).

⁵⁷ Dazu L. Lee *The Basle Accords as Soft Law: Strengthening International Banking Supervision*, *Virginia Journal of International Law* 1998, 1 (3); vgl. auch C. Schalast *Lehren aus der Finanzkrise?: Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Banken-RL und der geänderten Kapitaladäquanz-RL*, BB 2010, 1040 (1041); C. Brummer *Why Soft Law Dominates International Finance – And Not Trade*, *Journal of International Economic Law* 13 (2010), 623 (623, 628); C. Tietje *Verwaltungshandeln* (Fn. 45), 255 ff.; E. Ferran *Can Soft Law Bodies be Effective? The Special Case of the European Systemic Risk Board*, *ELR* 35 (2010), 751 ff.; vgl. auch B. Rost *Die Herausbildung transnationalen Wirtschaftsrechts auf dem Gebiet der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte*, 2007, 253 ff.

⁵⁸ Dazu C. Möllers *Transnationale Behördenkooperation* (Fn. 45), 351 (366 f.); A. van Aaken *Transnationales Kooperationsrecht nationaler Aufsichtsbehörden*, in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Hrsg.) *Internationales Verwaltungsrecht*, 2007, 219 (227 ff.); W. Höfling *Finanzmarktregulierung* (Fn. 21), F 34 f.

Aufgrund dessen entfalten sie eine faktische Bindungswirkung,⁵⁹ die zu ihrer Rechtsverbindlichkeit führt, wenn sie – wie z.B. die Eigenkapitalregeln von Basel I (1988) und Basel II (2004) – detailgenau vom europäischen Gesetzgeber in der Bankenrichtlinie rezipiert⁶⁰ und im Zuge dessen dann in deutsches Recht gegossen werden.⁶¹

Die Bedeutung der Baseler Standards ist während der Finanzkrise sogar noch gestiegen. Insoweit hat die G-20 zwar das politische Mandat zur Sicherung der internationalen Finanzmarktstabilität.⁶² Sie ist jedoch keine mit Entscheidungsbefugnissen ausgestattete Internationale Organisation, allenfalls eine „Soft Organization“.⁶³ Ihre „Declarations“ enthalten dementsprechend nur generelle Ziele, die zwar rechtlich unverbindlich sind, aber durchaus als „Soft Law“ eingeordnet werden können.⁶⁴ Im Rahmen eines Kaskadensystems werden sie durch etablierte Institutionen wie den IWF⁶⁵, die für die internationale

⁵⁹ Zu diesem Phänomen ausführlich sowie mit weiteren Beispielen *G.-P. Calliess/M. Renner* *Between Law and Social Norms* (Fn. 22), 260 (262 ff.).

⁶⁰ Richtlinie 2006/48/EG über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (ABl. 2006 Nr. L 177, 1), geändert durch Richtlinie 2010/76/EU zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefung und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik (ABl. 2010 Nr. L 329, 3).

⁶¹ Vgl. dazu *H. Reckers* FS Rudolph, 2009, 67 ff.; *W. Höfling* Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 34; *C. Möllers* Transnationale Behördenkooperation (Fn. 45), 351 (358); *C. Ohler* Die Zukunft des Wirtschaftsverwaltungsrechts (Fn. 2), 309 (323); *H.-C. Röhl* in: Fehling/Ruffert (Fn. 23), § 18, Rn. 112; *P. Jung* Finanzdienstleistungsrecht, in: Schulze/Zuleeg/Kadelbach (Hrsg.) *Europarecht – Handbuch für die deutsche Rechtspraxis*, 2. Aufl. 2010, § 20, Rn. 13; vgl. auch den Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie, BT-Drs. 17/1720, 26; vgl. auch *M. Knauff* Der Regelungsverbund: Recht und Soft Law im Mehrebenensystem, 2010, 491 ff.

⁶² Vgl. *University of Toronto and Munk School of Global Affairs* New G 20 Forum: Backgrounder, G 20 Information Centre; *S. Buncic/M. Filipovic* The future of international financial business: Global regulatory framework, *African Journal of Business Management* 5 (2011), 3749 (3750).

⁶³ *J. Klabbers* Institutional Ambivalence by Design: Soft Organizations in International Law, *Nordic Journal of International Law* 70 (2001), 403 ff.; *C. Tietje* Architektur der Weltfinanzordnung (Fn. 25), 25; *D. Zaring* International Institutional Performance in Crisis, *Chicago Journal of International Law* 2010, 475 (477); *S. Kirchner* Effective Law-Making in Times of Global Crisis – A Role for International Organisations, *Goettingen Journal of International Law* 2 (2010), 267 (274).

⁶⁴ Zum Begriff des Soft Law *C. Brummer* Why Soft Law Dominates International Finance (Fn. 57), 623 (623, 628); *C. Tietje* Verwaltungshandeln (Fn. 45), 255 ff.; *M. Knauff* Regelungsverbund (Fn. 61), 214 ff.; *E. Ferran* Can Soft Law Bodies be Effective? (Fn. 57), 751 ff.; instruktiv ferner *G.-P. Calliess/M. Renner* *Between Law and Social Norms* (Fn. 22), 260 (263 ff.).

⁶⁵ *G-20 Declaration on Strengthening the Financial System*, London, 02.04.2009, 1; *A. Bartsch* Finanzmarktkrise: Die Stunde der Rechtssetzer?, *ZRP* 2009, 97 (97); *T. Liebscher/N. Ott* Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick, *NZG* 2010, 841 (843).

Wertpapieraufsicht zuständige IOSCO⁶⁶ oder eben den Baseler Ausschuss⁶⁷ in Standards konkretisiert, die sodann von den Staaten in verbindliche Rechtsregeln umgesetzt werden.⁶⁸

(cc) Das Beispiel der Rating-Agenturen

Wenn es um die Bewertung der Bonität von Finanzprodukten der Privatwirtschaft oder Staatsanleihen geht, dann vertrauen die privaten und staatlichen Akteure gleichermaßen den insoweit von den Rating-Agenturen gesetzten Standards. Den Agenturen kommt im Finanzmarkt idealiter die Rolle eines sog. Informationsintermediäres⁶⁹ zu, der die zwischen dem Emittenten und dem Investor bestehenden Informationsasymmetrien überwinden soll.⁷⁰ Ratings sind allerdings „nur“ von einem privaten, gewinnorientierten Unternehmen veröffentlichte Meinungen über Bonitätsrisiken.⁷¹ Haupteinnahmequelle der Rating-Agenturen sind die vom Emittenten eines Finanzprodukts bezahlten Auftragsratings (sog. Solicited Ratings).⁷² In diesem Rahmen unterziehen sie die Angaben ihrer Kunden, auf denen das Rating basiert,⁷³ keiner weiteren Überprüfung.⁷⁴

⁶⁶ G-20 (Fn. 65), 6; P. Sester Towards a transnational bank restructuring law?, ECFR 2010, 512 (521).

⁶⁷ Zu den solchermaßen entstandenen Basel III Standards: T. Manns/H. Schulte-Mattler Aufsichtsfeuerwerk Basel III und CRD IV – Antwort der Bankenaufsicher auf die Finanzmarktkrise, WM 2010, 1577 ff.

⁶⁸ P. Sester Transnational bank restructuring law (Fn. 66), 512 (527); G. Mather Is soft law taking over? The perils and benefits of non-traditional legislation, EPF, 2010, 3; S. Hobe/O. Kimminich Völkerrecht, 9. Auflage, 2008, 207; S. Buncic/M. Filipovic The future of international financial business (Fn. 62), 3749 (3755); J. Griesse Fact Sheet – The European Union, in: Pohlmann/Reichert/Schillinger (Hrsg.) The G-20: A »Global Economic Government« in the Making?, Friedrich Ebert Stiftung, 2010, 24; vgl. auch M. Knauff Regelungsverbund (Fn. 61), 491 f.

⁶⁹ M. Lerch Ratingagenturen im Visier des europäischen Gesetzgebers, BKR 2010, 402 (403); G. Deipenbrock, Externes Rating – „Heilversprechen für internationale Finanzmärkte“, BB 2003, 1849 (1850); C. Kumpan FS Hopt, 2010, 2158 (2160); T. Möllers Regulierung von Ratingagenturen, JZ 2009, 861 (861).

⁷⁰ CESR The role of credit rating agencies in structured finance, Consultation Paper, February 2008, Rn. 38; EZB Monthly Bulletin May 2009, 110; C. Ohler Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1062); S. Schön/B. Cortez Finanzmarktkrise als Vertrauenskrise, IRZ 2009, 11 (16); T. Möllers Ratingagenturen (Fn. 69), 861 (861); R. Wendt/S. Lampert Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor, DVBl. 2010, 1001 (1007); vgl. P. Kirchhof HStR VIII, 2010, § 169, Rn. 58 ff.

⁷¹ U. Blaurock Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?, ZGR 2007, 603 (604); T. Möllers Ratingagenturen (Fn. 69), 861 (861); vgl. P. Kirchhof HStR VIII, 2010, § 169, Rn. 58 f.; s. auch die Definition in Art. 3 Abs. 1 lit a) der Ratingverordnung (EG) Nr. 1060/2009 (ABl. 2009 Nr. L 302, 1) wobei zu beachten ist, dass die Verordnung in der englischen Fassung ausdrücklich auf den subjektiven Aspekt der Ratings eingeht: „credit rating means an opinion regarding the creditworthiness...“; zur Frage der Haftung O. v. Schweinitz Die Haftung von Ratingagenturen, WM 2008, 953 ff.

⁷² Vgl. Financial Stability Forum Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 07.04.2008, 32 f.; 90% seiner Einnahmen machte Moody's im Jahr 2003 mit Auftragsratings, zit. nach C. Hill Regulating the Rating Agencies, 82 Wash. U. L. Q. 43 (2004), 41 (50).

⁷³ Vgl. M. Lerch Ratingagenturen (Fn. 69), 402 (404); S. Schwarcz Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, University of Illinois L.R. 2002, 30 ff.; U. Blaurock Verantwortlichkeit von Ratingagenturen (Fn. 71), 603 (605 f.).

Indem die Rating-Agenturen ein allgemein akzeptiertes Verständnis von Kreditwürdigkeit entwickeln und begründen, lösen sie nicht nur faktische Anpassungsprozesse aus.⁷⁵ Vielmehr sind Ratings in vielen Rechtsordnungen inzwischen als feste Determinante im Recht der Bankenaufsicht sowie im Wertpapier- und Versicherungsrecht verankert.⁷⁶ Die gesetzlich vorgesehene Kopplung von Rating und zulässiger Anlage dient dem Ziel, institutionelle Anleger wie Pensionsfonds und Versicherungen im Interesse der Versicherten an risikoreichen Investitionen zu hindern.⁷⁷ Sie macht Ratings zugleich zur Grundlage der Bankenaufsicht, etwa im Bereich der Eigenkapitalregeln.⁷⁸ In der Folge werden die Rating-Agenturen von Informationsintermediären faktisch zu internationalen Standardsetzern.⁷⁹ Insoweit ist es problematisch, wenn die Objektivität und Richtigkeit der Ratings durch keinerlei Formen der Aufsicht gewährleistet wird. Dies gilt insbesondere dann, wenn Rating-Agenturen bei der Entwicklung von Finanzprodukten beratend tätig sind. Sie bewerten dann ihre eigene Arbeit,⁸⁰ so dass ihre Ratings zumindest die Besorgnis der Befangenheit begründen.⁸¹ Dies gilt umso mehr, als auf dem oligopolistischen Ratingmarkt kein echter

⁷⁴ Damit ist nicht gewährleistet, dass die Agenturen die Risiken ohne Interessenskonflikte und damit unabhängig und objektiv bewerten, vgl. *CESR* (Fn. 70), Rn. 43; *EZB* (Fn. 70), 111; *Financial Stability Forum* (Fn. 72), 32 f., 37.

⁷⁵ *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (133); vgl. auch *Financial Stability Forum* (Fn. 72), 37 ff.; *S. Schön/B. Cortez* Finanzmarktkrise (Fn. 70), 11 (17); *T. Möllers* Ratingagenturen (Fn. 69), 861 (862).

⁷⁶ *U. Blaurock* Verantwortlichkeit von Ratingagenturen (Fn. 71), 603 (612); *S. Schön/B. Cortez* Finanzmarktkrise (Fn. 70), 11 (17).

⁷⁷ Eine solche Koppelung findet sich z.B. in den USA bei der Beurteilung der Bonität von Geldmarktfonds, sie spielt dort ferner bei der Anpassung von Mindestkapitalvorschriften mit Blick auf Kreditrisiken sowie bei der Intensität der aufsichtsrechtlichen Transparenzpflichten, die an Finanzprodukte gestellt werden, eine Rolle; vgl. dazu *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (133 ff.). In ganz ähnlicher Weise sind die Ratings aber auch Grundlage für Beurteilungen der Aufsichtsbehörden in der EU. So macht z.B. die Bankenrichtlinie der EU Vorgaben für die Eigenkapitalausstattung der Banken, die sich – zurückgehend auf Basel II – bei der Risikogewichtung von Kreditforderungen im Rahmen der erwähnten bankinternen Risikomodelle an deren Ratings zu orientieren haben. Insoweit darf die Bankenaufsicht nur Ratings von anerkannten Agenturen akzeptieren, diese bedürfen insoweit einer Zulassung. Voraussetzung hierfür ist, dass die Ratingmethode Objektivität, Unabhängigkeit und Transparenz gewährleistet, sie kontinuierlich überprüft wird und die erstellten Ratings zuverlässig und transparent sind, vgl. dazu *U. Blaurock* Verantwortlichkeit von Ratingagenturen (Fn. 71), 603 (621) sowie die Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen (ABl. 2006 Nr. C 95, 2).

⁷⁸ Besorgniserregend ist insoweit die Äußerung des Präsidenten der BaFin *Jochen Sanio* auf der Jahrespressekonferenz am 15.05.2008: „Auch wir Aufseher müssen uns bei der Analyse der Risikosituation einer Bank auf Ratings verlassen können. ... Der Gedanke, wir sollten uns in Konkurrenz zu den Ratingagenturen ein eigenes Urteil über diese Risiken bilden, ist absurd. ... Die Ratingagenturen verfügen ... über ein überlegenes Wissen, was zu einem Gutteil auf den Informationsprivilegien beruht, die ihnen die Emittenten der Papiere einräumen.“, zitiert nach *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle und der Gesetzgeber, ZG 2010, 127 (144 f.).

⁷⁹ *J. Rosenbaum* Einfluss von Rating-Agenturen (Fn. 11), 22; *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (133).

⁸⁰ Vgl. *CESR* (Fn. 70), Rn. 40; *Financial Stability Forum* (Fn. 72), 33.

⁸¹ Ein Indiz hierfür ist, dass die Rating-Agenturen im Rahmen der Finanzkrise trotz der sich abzeichnenden Kreditausfälle an den sehr guten Ratings vor allem für strukturierte Finanzprodukte festhielten. Erst sehr spät

„Wettbewerb durch Reputation“ stattfinden kann, also insoweit ein Marktversagen evident ist.⁸²

(dd) Das Beispiel der „No-Bail-Out-Klausel“ des Art. 125 Abs. 1 AEUV

Im Rahmen der europäischen Währungsunion wurde mit dem Vertrag von Maastricht zur Sicherung der Haushaltsdisziplin eine ganz eigene Form der „Privatisierung“ von Verantwortlichkeit etabliert. Sie ist der Tatsache geschuldet, dass Währungs- und Wirtschaftspolitik über ihre Wechselwirkungen eng miteinander verflochten sind,⁸³ im Staaten- und Verfassungsverbund der EU⁸⁴ die diesbezüglichen Kompetenzen aber auseinanderfallen. Während die Währungspolitik gem. der Art. 127 ff. AEUV in die Kompetenz der EU übergegangen ist, bleiben die Mitgliedstaaten für ihre Wirtschafts-, Finanz- und Haushaltspolitik weitgehend selbst zuständig, die EU kann nach Art. 121 AEUV lediglich koordinierend tätig werden.⁸⁵ Im Hinblick auf diesen politischen Kompromissen⁸⁶

korrigierten sie sich und nahmen – im Interesse ihrer Reputation und damit ihres Selbsterhalts – eine bislang nie dagewesene drastische Herabstufung vor. Vgl. dazu *W. Möschel* Die Finanzkrise (Fn. 9), 129 (130, 132); *Financial Stability Forum* (Fn. 72), 32; *S. Schön/B. Cortez* Finanzmarktkrise (Fn. 70), 11 (11 f.); *B. Brabänder* Die Rolle der Rating-Agenturen, Die Bank 08/2008, 8 ff.

⁸² Vgl. *S. Schön/B. Cortez* Finanzmarktkrise (Fn. 70), 11 (16); *M. Lerch* Ratingagenturen (Fn. 69), 402 (403); *R. Wendt/S. Lampert* Finanzmarktregulierung (Fn. 70), 1001 (1007); *ESME* Report to the European Commission on the Role of Credit Rating Agencies, June 2008, 11; *J. Hunt* Credit Rating Agencies and the „worldwide credit crisis“: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement, *Colum.Bus.L.Rev* 2009, 109 (131 ff.).

⁸³ Dazu allgemein *M. Sutter* Der Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Europäischen Währungsunion, 2000, 40 ff.; *M. Schulze-Steinen* Rechtsfragen zur Wirtschaftsunion, 1998, 63 ff.; *U. Palm* Preisstabilität in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, 2000, 21 ff.; *Europäische Zentralbank* Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise, EZB-Monatsbericht April 2004, 49 ff. In der EU führen z.B. die jeweiligen mitgliedstaatlichen Wirtschaftspolitiken zu abweichenden Verschuldungsgraden; die Staatsverschuldung wiederum beeinflusst potentiell die währungspolitische Preisstabilität. Gleichzeitig sind für einen Eurostaat die klassischen Reaktionsinstrumente auf eine Wirtschaftskrise eingeschränkt. Ein Währungsbeistand ist nach Art. 143 AEUV versperrt, Steuererhöhungen sind aufgrund des innergemeinschaftlichen Steuerwettbewerbs risikobehaftet und die Kompetenz zu geldpolitischen Maßnahmen ist auf die Union übergegangen, vgl. dazu *W. Frenz/C. Ehlenz* Der Euro ist gefährdet: Hilfsmöglichkeiten bei drohendem Staatsbankrott?, *EWS* 2010, 65 (65 f.); *U. Häde* Haushaltsdisziplin und Solidarität im Zeichen der Finanzkrise, *EuZW* 2009, 399 ff.; *M. Seidel* Der Euro: Schutzschild oder Falle?, *ZEI Working Paper* B 01/2010, 25.

⁸⁴ Dazu *C. Calliess* Die neue Europäische Union nach dem Vertrag von Lissabon, 2010, 43 ff.; *ders.* in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.) *EUV/AEUV*, 4. Aufl. 2011, Art. 1 EUV, Rn. 36 ff.

⁸⁵ *U. Häde* in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.) *EUV/AEUV*, 4. Aufl. 2011, Art. 120 AEUV, Rn. 1 f.; Art. 133 AEUV, Rn. 3 ff.

⁸⁶ Nachdem die sog. Krönungstheorie unter dem Druck der notwendigen Zustimmung Frankreichs zur Wiedervereinigung aufgegeben worden war und die deutschen Vorstellungen von einer die Währungsunion flankierenden politischen Union nicht durchsetzbar waren, wurde das Projekt des Euro nicht durch wirtschaftspolitische Kompetenzen der EU flankiert; dazu differenzierend *D. v. Kyaw* Auf der Suche nach Deutschland, 2009, 277 (281, 383 ff.).

geschuldeten „Konstruktionsfehler“⁸⁷ wurden zur Sicherung der Haushaltsdisziplin ein „äußerer Sicherungsring“ in Form der Stabilitätskriterien samt Stabilitätspakt⁸⁸ und ein „innerer Sicherungsring“⁸⁹ in Gestalt der „No-Bail-Out-Klausel“ des Art. 125 Abs. 1 AEUV etabliert. Sinn und Zweck dieser Norm besteht darin, über den Finanzmarkt präventiv Anreize für eine nachhaltige, den Stabilitätskriterien genügende Fiskal- und Haushaltspolitik zu setzen.⁹⁰ Eurostaaten, die eine unsolide Haushaltspolitik verfolgen, drohen – so die hinter der Norm stehende Annahme – an den Kapitalmärkten höhere Finanzierungskosten für Staatsanleihen,⁹¹ so dass diese zu einer Korrektur ihrer Verschuldung veranlasst werden.⁹² Dieses Vertrauen in die Finanzmärkte ist durch die Verschuldenskrise in der Eurozone allerdings enttäuscht worden. Zu lange haben sie Entwicklungen wie die Schwächung des Stabilitätspakts auf Initiative Deutschlands und Frankreichs⁹³ sowie die ökonomischen und

⁸⁷ Instruktiv dazu *H. Enderlein* Die Krise im Euro-Raum: Auslöser, Antworten, Ausblick, APuZ 43/2010, 7 ff.

⁸⁸ Art. 121 bis 126 AEUV zusammen mit dem Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit vom 07.02.1992 (ABl. 1992 Nr. C 191, 84) und ihrer sekundärrechtlichen Konkretisierung und Ergänzung im Stabilitäts- und Wachstumspakt: Entschließung des Europäischen Rates über den Stabilitäts- und Wachstumspakt vom 17.06.1997 (ABl. 1997 Nr. C 236, 1); VO (EG) Nr. 1466/97 des Rates vom 07.07.1997 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken (ABl. 1997 Nr. L 209, 1); VO (EG) Nr. 1467/97 des Rates vom 07.07.1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit (ABl. 1997 Nr. L 209, 6); vgl. zu den Änderungen: VO (EG) Nr. 1055/2005 des Rates vom 27.06.2005 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken (ABl. 2005 Nr. L 174, 1); VO (EG) Nr. 1056/2005 des Rates vom 27.06.2005 zur Änderung der VO (EG) Nr. 1467/97 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit (ABl. 2005 Nr. L 174, 5); umfassend zum Stabilitäts- und Wachstumspakt *K. Hentschelmann* Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, 2009; *C. Konow* Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, 2002; *V. Passalacqua* Rechtliche und politische Probleme des Stabilitätspakts, 2000; *M. Schulze-Steinen* Rechtsfragen (Fn. 83).

⁸⁹ Vgl. *U. Häde* Die europäische Währungsunion in der internationalen Finanzkrise – An den Grenzen europäischer Solidarität?, EuR 2010, 854 (856), der insoweit von „Verteidigungsring“ spricht.

⁹⁰ Ebenso *C. Hafke* Rechtsbruch oder kreative Interpretation? – Fragen zur „Nothilfe“ für strauchelnde Euro-Staaten, Kreditwesen 2010, 393 (394); vgl. auch *J.-V. Louis* The No-Bailout Clause and Rescue Packages, CMLRev. 47 (2010), 971 (977 ff.).

⁹¹ Das Risiko der Rückzahlung, das der Kreditgeber trägt, soll dazu führen, dass bei steigender Verschuldung länderspezifische Risikozuschläge fällig werden, vgl. *F. Bonke* Die „Causa Griechenland“: Rechtmäßigkeit der Krisenhilfen und Möglichkeit des Ausscheidens eines Mitgliedstaates aus der Europäischen Währungsunion, ZEuS 2010, 493 (508); *K. Hentschelmann* Finanzhilfen im Lichte der No Bailout-Klausel – Eigenverantwortung und Solidarität in der Währungsunion, EuR 2011, 282 (284). Das umfassende Verbot eines „Bail-Out“ war bereits in den Vorarbeiten zu den Vertragsverhandlungen als Ecksäule der Glaubwürdigkeit und Wirksamkeit der Bestimmungen zur Budgetdisziplin erkannt und hervorgehoben worden, vgl. *E. Gnan* in: v. d. Groeben/Schwarze (Hrsg.) EUV/EGV, 6. Aufl. 2003, Art. 103 EGV, Rn. 2; vgl. auch *C. Ohler* Die fiskalische Integration in der Europäischen Gemeinschaft, 1997, 285 ff.

⁹² *M. Nettesheim* Der Umbau der europäischen Währungsunion: Politische Aktion und rechtliche Grenzen, in: Kadelbach (Hrsg.) Nach der Finanzkrise: Politische und rechtliche Rahmenbedingungen einer neuen Ordnung, 2012, 31 ff.; *E. Gnan* in: v. d. Groeben/Schwarze (Fn. 91), Art. 103 EGV, Rn. 2.

⁹³ Vgl. dazu *C. Hillgruber* Disziplinlosigkeit oder Vertragsbruch, JZ 2004, 166 ff.; *U. Palm* Der Bruch des Stabilitäts- und Wachstumspakts, EuZW 2004, 71 ff.; *A. Hatje* Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes: Sieg der Politik über das Recht?, DÖV 2006, 597 (598) sowie EuGH, Rs. C-27/04, Slg. 2004, I-6679 (Kommission/Rat); dazu *U. Häde* Der EuGH und die Haushaltsdisziplin – Das Urteil vom 13. 7. 2004

haushaltspolitischen Probleme Griechenlands ebenso wie anderer Mitgliedstaaten ignoriert.⁹⁴ Umso plötzlicher kam die von den Rating-Agenturen im Zuge der Finanzkrise eingeleitete Neubewertung der verschuldeten Staaten in der Eurozone.⁹⁵ Es liegt mit Blick auf die „No-Bail-Out-Klausel“ daher nicht nur ein Staats-, sondern gerade auch ein Marktversagen vor.

II. Rechtsetzung im Finanzmarkt und ihre demokratische Legitimation

1. *Rechtliche Begründung und Essentialia der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers*

Sowohl die Standardsetzung im Rahmen eines informalen Fachbehördennetzwerks (Baseler Ausschuss) als auch die rein private Entwicklung von Standards (Rating-Agenturen) haben den Vorteil, dass eine durch die Globalisierung der Finanzmärkte gestellte Aufgabe ohne langwierige Verhandlungen über einen völkerrechtlichen Vertrag und ohne die Notwendigkeit der Gründung einer Internationalen Organisation mit entsprechenden Souveränitätsverlusten der Staaten gelöst werden kann. Die fachliche Reputation der versammelten Experten verschafft Akzeptanz und die fehlende formelle Bindungswirkung der Beschlüsse hält diese flexibel und innovationsoffen.⁹⁶

Die „Eins-zu-Eins“-Rezeption extern erarbeiteter Standards durch den Gesetzgeber führt jedoch zu einem, mit Blick auf das Demokratieprinzip, problematischen Auseinanderfallen von materieller Entscheidungsverantwortung und rechtlicher Bindungswirkung.⁹⁷ Hinzu

zum Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, EuR 2004, 750 ff.; G. Nicolaysen Der EuGH zum Defizitverfahren nach Art. 104 EGV und dem „Stabilitätspakt“, DVBl. 2004, 1321 ff.

⁹⁴ Mangels einer möglichen Staateninsolvenz samt Gläubigerbeteiligung gab es auch sonst keine ökonomischen Anreize für die Finanzmärkte, frühzeitiger marktgerecht zu reagieren. Die Erfahrungen mit den politischen Bail-Outs im Rahmen der Finanzkrise, mit denen „systemische“ Banken mit staatlichen Bürgschaften „gerettet“ wurden, wirkten insoweit förmlich noch als Bestätigung der Annahme.

⁹⁵ Ebenso wie in der asiatischen Finanzkrise 1997 geht die sog. Ansteckungsgefahr weniger von den Staaten als vielmehr von den Investoren aus, die plötzlich nur noch die Nachteile und Risiken sehen und damit einen sich selbst verstärkenden Effekt auslösen, vgl. D. Yergin/J. Stanislaw Staat oder Markt (Fn. 2), 532 ff.

⁹⁶ W. Höfling Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 35; ausführlich S. Augsberg Rechtsetzung (Fn. 21), 51 ff.; A. van Aaken in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Fn. 58), 219 (257); zu den Vor- und Nachteilen von „Soft Law“ C. Brummer Why Soft Law Dominates International Finance (Fn. 57), 623 ff.; E. Ferran Can Soft Law Bodies be Effective? (Fn. 57), 751 ff.

⁹⁷ Vgl. dazu W. Höfling Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 38; C. Ohler Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1067); vgl. auch M. Herdegen Informalisierung und Entparlamentarisierung (Fn. 32), 7 (15 ff.); M. Morlok Informalisierung und Entparlamentarisierung politischer Entscheidungen als Gefährdungen der

kommt, dass es der informellen Standardsetzung an Transparenz und legitimations sichernden Verfahrensregelungen wie Repräsentativität, demokratischer Allgemeinheit und Gleichheit fehlt, so dass insoweit selbst am Maßstab der deliberativen Demokratietheorie entwickelte Legitimationsmodelle⁹⁸ versagen müssen.⁹⁹

2. *Ansätze zur Wiederherstellung der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers*

Zuvorderst bedarf daher die Mitwirkung deutscher Behördenvertreter in transnationalen Behördennetzwerken mit Blick auf die von Art. 20 Abs. 2 S. 2 GG geforderte personelle Legitimation einer klaren und hinreichend bestimmten gesetzlichen Ermächtigung.¹⁰⁰

Auf internationaler Ebene ist es überdies geboten, den Baseler Ausschuss selbst in Formen des Rechts zu institutionalisieren. Wenn es sich bei den von ihm gesetzten Standards um eine „Gesetzgebung über Bande“ handelt, die treffend als „administrative Normsetzung“¹⁰¹ charakterisiert wird, dann muss diese Form der Kooperation in transnationalen Behördennetzwerken im Wege eines „Völkerverwaltungsrechts“¹⁰² verfahrensrechtlich flankiert werden.

Transparenzpflichten gegenüber der Öffentlichkeit und den nationalen Parlamenten, damit einhergehende Begründungspflichten und Dokumentationspflichten, ferner Anforderungen an die fachliche Qualifikation der Standardsetzer sowie schließlich eine Öffnung des Willensbildungsprozesses, die gewährleistet, dass alle von der Problemlösung Betroffenen adäquat vertreten oder zumindest gehört werden, definieren insoweit maßgebliche

Verfassung?, VVDStRL 62 (2003), 37 (58 ff.); U. Di Fabio Risikoentscheidungen im Rechtsstaat: Zum Wandel der Dogmatik im öffentlichen Recht, insbesondere am Beispiel der Arzneimittelüberwachung, 1994, 341 ff.

⁹⁸ A.-M. Slaughter *The New World Order*, 2004, 36 ff., 131 ff., 203 ff. und 213 ff.

⁹⁹ Instrukтив und überzeugend C. Möllers *Transnationale Behördenkooperation* (Fn. 45), 351 (382 ff.); nicht zuletzt ist es unter Gesichtspunkten der Legitimation auch bedenklich, wenn im Rahmen der Aufsicht Regeln vollzogen werden, die auf Standards basieren, an denen die Akteure der transnationalen Regelsetzung mitgewirkt haben; A. van Aaken in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Fn. 58), 219 (249); W. Höfling *Finanzmarktregulierung* (Fn. 21), F 38; vgl. dazu ausführlich auch S. Augsberg *Rechtsetzung* (Fn. 21).

¹⁰⁰ Diesen Anforderungen genügt § 4 BBankG, wenn es um die Beteiligung der Bundesbank im Baseler Ausschuss geht, jedenfalls nicht. Ausführlich C. Möllers *Transnationale Behördenkooperation* (Fn. 45), 351 (373 ff., 376); W. Höfling *Finanzmarktregulierung* (Fn. 21), F 39; P. Kindler *Finanzkrise und Finanzmarktregulierung – Ein Zwischenruf zum 68. Deutschen Juristentag*, NJW 2010, 2465 (2467).

¹⁰¹ So C. Möllers *Transnationale Behördenkooperation* (Fn. 45), 351 (385).

¹⁰² Grundlegend C. Möllers *Transnationale Behördenkooperation* (Fn. 45), 351 (384 ff.); zustimmend W. Höfling *Finanzmarktregulierung* (Fn. 21), F 39.

Elemente.¹⁰³ Sind diese Verfahrensanforderungen beim Zustandekommen von Standards nicht erfüllt, so darf der Gesetzgeber sie weder in Bezug nehmen noch in eine Rechtsnorm transformieren. Was aber gilt, wenn sich die relevanten Akteure auf internationaler Ebene nicht auf entsprechende Reformen verständigen können?

Im Hinblick auf die dann allein relevante nationale Rechtsetzung wird zu Recht eine „steuernde Rezeption“¹⁰⁴ vorgeschlagen, im Rahmen derer der Gesetzgeber die Standards erst nach einer inhaltlichen Auseinandersetzung übernimmt. Angesichts einer ähnlich gelagerten Problematik lassen sich insoweit Überlegungen aus dem Umweltrecht fruchtbar machen, das sich im Rahmen der Gefahrenabwehr und Risikoversorge technischer Standards¹⁰⁵ bedient, die von sachverständigen Gremien erarbeitet und vom Gesetzgeber explizit zur Grundlage der Genehmigungsentscheidung einer Anlage gemacht werden.¹⁰⁶ Insoweit sind, nicht zuletzt in Reaktion auf die Rechtsprechung des BVerfG,¹⁰⁷ Vorgaben entwickelt worden,¹⁰⁸ die zu einer Legitimation staatlichen Handelns durch Verfahren¹⁰⁹ beitragen.

Angesichts der Wissensdefizite des Gesetzgebers und seiner dadurch bedingten Überforderung werden im Schrifttum insoweit allerdings Bedenken formuliert.¹¹⁰ Diesen kann analog zum Umweltrecht dadurch begegnet werden, dass dem Rezeptionsakt des Gesetzgebers eine unabhängige Sachverständigenberatung vorgeschaltet wird,¹¹¹ die das „Für

¹⁰³ F. Becker Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (134 ff.); C. Möllers Transnationale Behördenkooperation (Fn. 45), 351 (385); W. Höfling Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 39 f.

¹⁰⁴ So P. Huber Rechnungslegung und Demokratie, AöR 133 (2008), 389 (401); W. Höfling Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 39; P. Kindler Finanzkrise und Finanzmarktregulierung (Fn. 100), 2465 (2467).

¹⁰⁵ Z.B. in Form des „Standes der Technik“, konkreter der TA-Luft; dazu H.-J. Koch Immissionsschutzrecht, in: ders. (Hrsg.) Umweltrecht, 3. Aufl. 2010, 158 (198 ff.); M. Kloepfer Umweltrecht, 3. Aufl. 2004, 1244 ff.

¹⁰⁶ Vgl. z.B. § 6 Abs. 1 iVm § 5 Abs. 1 Nr. 2 BImSchG; § 7 Abs. 2 Nr. 3, 7d AtomG.

¹⁰⁷ BVerfGE 49, 89 (139 f.) – Mühlheim-Kärlich; 53, 30 (56 f.) – Kalkar I.

¹⁰⁸ Dazu G. Lübbe-Wolff Verfassungsrechtliche Fragen der Normsetzung und Konkretisierung, ZG 1991, 219 (242 ff.); M. Schmidt-Preuß Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, VVDStRL 56 (1997), 160 (insbes. 205 f.); U. Di Fabio Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, VVDStRL 56 (1997), 235 (insbes. 242 ff.).

¹⁰⁹ Dazu ausführlich aus soziologischer Sicht N. Luhmann Legitimation durch Verfahren, 3. Aufl. 1978, 27 ff.; allgemein U. Schliesky Souveränität und Legitimität von Herrschaftsgewalt, 2004, 149 ff.

¹¹⁰ Zum Umweltrecht H.-H. Trute Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, DVBl. 1996, 950 (955); instruktiv zum Finanzmarktrecht F. Becker Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (134 ff.); S. Augsberg Rechtsetzung (Fn. 21), 196 ff.

¹¹¹ W. Höfling Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 39 f.

und Wider“ der Rezeption transparent macht und einen Entscheidungsvorschlag erarbeitet.¹¹² Auf dieser Basis kann sodann eine nachvollziehende Gesetzgebung erfolgen, aufgrund derer der Gesetzgeber auch in materieller Hinsicht die demokratische Letztverantwortung¹¹³ für die Rezeption der Standards übernehmen kann: Statt eines problembehafteten automatischen Nachvollzugs¹¹⁴ wird auf diese Weise ein autonomer Nachvollzug möglich.¹¹⁵

Im Grundsatz können die vorstehenden Überlegungen zu den Baseler Standards auch auf die private Standardsetzung durch Rating-Agenturen übertragen werden. Mit Blick auf die Tatsache, dass es bei den Ratings um Standards privater Akteure geht,¹¹⁶ kommt es überdies jedoch, der vorstehenden Problematik noch vorgelagert, darauf an, dass diese nicht nur transparent zustande kommen, sondern auch inhaltlich möglichst objektiv sind. Dies ist trotz vielfältiger Reformvorschläge bislang nicht gewährleistet. Selbst wenn es gelänge die bestehenden Interessenkonflikte¹¹⁷, etwa durch Beratungsverbote und vom Investor zu

¹¹² Auch solche Ansätze sind aus dem Umweltrecht unter dem Stichwort der „nachvollziehenden Amtsermittlung“ bekannt und können Anregungen zur konkreten Ausgestaltung geben, vgl. *J.-P. Schneider* Nachvollziehende Amtsermittlung bei der Umweltverträglichkeitsprüfung, 1991.

¹¹³ Zu diesem Begriff *C. Möllers* Staat als Argument, 2000, 292; *F. Becker* Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (136).

¹¹⁴ Vgl. *M. Brenner* HStR III, 2005, § 44, Rn. 56 f.; *T. Puhl* HStR III, 2005, § 48, Rn. 2 ff.; *M. Herdegen* Informalisierung und Entparlamentarisierung (Fn. 34), 7 (27).

¹¹⁵ Dieser Ansatz deckt sich auch mit Erwartungen an den Gesetzgeber, die das BVerfG in seinem Urteil zum europäischen Haftbefehl hinsichtlich der Umsetzung von Rahmenbeschlüssen formuliert hat; vgl. BVerfGE 113, 273 (300 ff.) – Europäischer Haftbefehl; dazu *O. Suhr* in: Calliess/Ruffert (Hrsg.) EUV/AEUV, 4. Aufl. 2011, Art. 82 AEUV, Rn. 26 ff.; *T. Gas* Die Verfassungswidrigkeit des Europäischen Haftbefehlsgesetzes – gebotener Grundrechtsschutz oder euroskeptische Überfrachtung?, EuR 2006, 285 (287 ff.); *J. Vogel* Europäischer Haftbefehl und deutsches Verfassungsrecht, JZ 2005, 801 (805); *M. Böhm* Das Europäische Haftbefehlsgesetz und seine rechtsstaatlichen Mängel, NJW 2005, 2588 (2589).

¹¹⁶ Vgl. *T. Möllers* Ratingagenturen (Fn. 69), 861 (862); *C. Kumpan* FS Hopt (Fn. 69), 2158 (2159 f.); *Financial Stability Forum* (Fn. 72), 38 f.; *U. Blaurock* Verantwortlichkeit von Ratingagenturen (Fn. 71), 603 (603 f.).

¹¹⁷ Vgl. Art. 5, 6 und 7 der RatingVO einschließlich des Anhangs I mit den Vorgaben in den Abschnitten A, B, C (Fn. 71). Mit Blick auf die geschilderten, insoweit bestehenden Defizite wird der Umgang mit Interessenkonflikten durch organisatorische, operationelle und mitarbeiterbezogene Anforderungen verbessert. Insbesondere dürfen die Analysten nicht am bewerteten Unternehmen beteiligt sein, es darf keine Berater Tätigkeit mehr erbracht werden und es sind „nur“ noch bestimmte Nebendienstleistungen erlaubt; skeptisch insoweit *T. Möllers* Ratingagenturen (Fn. 69), 861 (865).

bezahlende sog. Unsolicited Ratings¹¹⁸ zu reduzieren,¹¹⁹ bleibt das Problem, dass Ratings ihrem Selbstverständnis nach private Meinungsäußerungen darstellen.¹²⁰

Im Lichte des Demokratieprinzips muss der Gesetzgeber daher zwingend die rechtliche Kopplung zwischen Ratings und zulässigen Finanzanlagen lösen,¹²¹ indem er all jene gesetzlichen Vorschriften streicht, die die Risikoeinschätzungen der Rating-Agenturen rezipieren und zur verbindlichen Vorgabe von finanzmarktrelevanten Entscheidungen machen.¹²² In die entstehende Lücke könnte eine der „Stiftung Warentest“ vergleichbare Institution¹²³ einspringen, die am Markt befindliche Finanzprodukte – durchaus dann auch unter Rückgriff auf die Informationen der verschiedenen Rating-Agenturen – einem Testverfahren unterwirft und eigenständig bewertet.¹²⁴ Auf Basis dieser Testergebnisse wäre dann auch eine gesetzliche Koppelung zulässig, die im Interesse des Anlegerschutzes verhindert, dass institutionelle Anleger in unverhältnismäßig risikoträchtige Anlagen investieren.

III. Finanzmarktrechtsetzung im Lichte des Vorsorgeprinzips

¹¹⁸ T. Möllers Von Standards zum Recht – auf dem Weg zu einer Regulierung der Ratingagenturen in Europa und den USA, ZJS 2009, 227 (231); W. Gerke/C. Merx FS Hopt, 2010, 1845 (1859); H. Beck/H. Wienert Brauchen wir eine europäische Rating-Agentur?, Wirtschaftsdienst 2010, 464 (469).

¹¹⁹ Insoweit wäre es auch denkbar, das Auftragsrating beizubehalten, wobei der Auftrag dann aber nicht vom Emittenten kommen sollte, sondern von den Aufsichtsbehörden; ferner wäre auch vorstellbar, dass die Bezahlung der Rating-Agenturen durch eine den Emittenten auferlegte, allgemeine Pflichtabgabe erfolgt, dazu T. Möllers Von Standards zum Recht – Regulierung der Ratingagenturen in Europa und den USA (Fn. 118), 227 (231).

¹²⁰ Vgl. F. Becker Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (133 f.); U. Blaurock Verantwortlichkeit von Ratingagenturen (Fn. 71), 603 (631).

¹²¹ Letztlich wird den Ratings durch die staatlich induzierte Inbezugnahme eine Art Qualitätssiegel verliehen; vgl. *Financial Stability Forum* (Fn. 72), 37 ff.; S. Schön/B. Cortez Finanzmarktkrise (Fn. 70), 11 (17); T. Möllers Ratingagenturen (Fn. 69), 861 (862).

¹²² In der Folge dürften die betroffenen Investoren auch auf alternative Informationsquellen vertrauen und wären nicht ohne jeden Spielraum an die „Meinungen“ der Rating-Agenturen gebunden. Mit Blick auf die Meinungsfreiheit, auf die sich die Rating-Agenturen für ihre Tätigkeit gegenüber staatlichen Eingriffen zu berufen pflegen, wäre dies möglicherweise auch die vom Verhältnismäßigkeitsprinzip gebotene Alternative. U. Utzig Die Zukunft der Rating-Agenturen, Die Bank 06/2011, 8 ff.; B. Brabänder Rolle der Rating-Agenturen (Fn. 81), 8 ff.; C. Ohler Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1067).

¹²³ Vgl. insoweit auch R. Stürmer Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 95.

¹²⁴ Diese öffentlich organisierte Gegenkontrolle der Ratings könnte bei Emittenten und Rating-Agenturen einen Anreiz setzen, mehr Informationen über das jeweilige Finanzprodukt und seine Risikobewertung zur Verfügung zu stellen.

1. *Begrenztheit des Wissens und Vorsorgeprinzip*

Den komplexen Eigengesetzlichkeiten des Finanzmarkts korrespondieren materielle Steuerungsschwierigkeiten des Gesetzgebers.¹²⁵ Die Situation ähnelt derjenigen im Umweltschutz: Hier sind es zum einen die Ökologie als komplexes, diffiziles und dynamisches System sowie zum anderen neue Technologien (z.B. Atomenergie, Grüne Gentechnik) und Stoffe (z.B. Chemikalien, Nanomaterialien), hinsichtlich deren Folgen Ungewissheit herrscht, die das Recht mit neuen, veränderten und teilweise nur sehr schwer zu bewältigenden Herausforderungen konfrontieren. Die Parallelen in der Beschreibung des Regelungsgegenstands sind desto verblüffender, je genauer man hinschaut.¹²⁶

Beispielhaft genannt seien hier nur die sog. Credit Default Swaps (CDS), eine Art Kreditausfallversicherung, die im Wege der sog. „Techniken“ der Verbriefung und Strukturierung¹²⁷ mit beratender Hilfe der Rating-Agenturen immer weiter von der Realwirtschaft entfernt und zu rein spekulativen „Wetten“ ausgebaut wurden.¹²⁸ Am Ende

¹²⁵ F. Becker Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (129 f.).

¹²⁶ Im Naturhaushalt sind die Wirkungs- und Wanderungsketten von umweltbelastenden Schadstoffen nur sehr begrenzt vorhersehbar. Ihre akkumulativen, synergetischen und antagonistischen Wechselwirkungen führen zu einer strukturellen Unübersichtlichkeit der Zusammenhänge, die es oftmals unmöglich macht, Unmittelbarkeit, Zurechenbarkeit, Verantwortlichkeit und Schuld im rechtlichen Sinne festzustellen. Weil lineare Kausalketten selten feststellbar sind, können kleine Ursachen große Wirkungen erzeugen und negative Trends selbst dann noch andauern, wenn die Primärursachen längst entfallen sind. Hinzu kommen Informations- und Erkenntnisdefizite, wenn Maßnahmen der Umweltbeobachtung in der Regel medial getrennt bzw. unkoordiniert erfolgen bzw. bislang geltende Risikoabschätzungen und -bewertungen häufig einer Veränderung unterworfen sind. Dazu ausführlich F. Vester, Die Kunst vernetzt zu denken, 2011; E.-H. Ritter Von den Schwierigkeiten des Rechts mit der Ökologie, DÖV 1992, 641 (insbesondere 643 f.); W. Hoffmann-Riem Reform des allgemeinen Verwaltungsrecht – Vorüberlegungen, DVBl. 1994, 1381 (1381 f.); U. Di Fabio Risikoentscheidungen im Rechtsstaat (Fn. 97), 24 mwN.

¹²⁷ Um sie (vorgeblich) „risikoärmer“ zu machen, wurden die verbrieften Kredite im Wege der „Strukturierung“ in Pakete mit verschiedenen Risikoklassen (sog. Tranchen) unterteilt. Die damit mögliche Risikohierarchie war Grundlage für die CDOs, im Zuge derer dann wiederum eine Zweitverbriefung, eine Drittverbriefung usw. ermöglicht wurde, vgl. H. Beck/H. Wienert Anatomie der Weltwirtschaftskrise (Fn. 7), 7 (8 f.); B. Balzli/K. Brinkbäumer/J. Brenner/U. Fichtner/H. Goos/R. Hoppe/F. Hornig/A. Kneip Der Bankraub (Fn. 40), 44 (49).

¹²⁸ Im Fall Griechenlands sind es daher weniger die offiziell gehaltenen Staatsanleihen, die die Finanzmarktstabilität bedrohen, als die CDS, die im Falle eines Staatsbankrotts fällig würden. M. Pitzke Griechenland-Angst an der Wall Street, „Das ist Wahnsinn“, Spiegel-Online vom 29.06.2011 abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,771214,00.html> (zuletzt abgerufen am 3.10.2011). Um wie viele CDS es geht, auf welche Höhe sie sich belaufen, ob sie ausgelöst werden und welche – zumeist amerikanischen – Banken, Fonds, Versicherungen oder Hedgefonds dann betroffen wären, ist völlig unklar, da der auf 1,4 Billionen Dollar bezifferte globale Derivatemarkt nach wie vor unreguliert ist; hierzu und zum Folgenden ausführlich M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 16 ff.; H. Beck/H. Wienert Anatomie der Weltwirtschaftskrise (Fn. 7), 7 (8 f.); B. Balzli/K. Brinkbäumer/J. Brenner/U. Fichtner/H. Goos/R. Hoppe/F. Hornig/A. Kneip Der Bankraub (Fn. 40), 44 (49); M. Seckelmann/S. Siddiqui Hedgefonds und Stabilität des internationalen Finanzsystems: Was können staatliche Regulierungen leisten?, Schmollers Jahrbuch 130 (2010), 587 (589 f.); dies. Der Subprime-Kollaps: Ursachen, Auswirkungen und Implikationen für staatliches Handeln, Recht und Management 2009, 133 (141).

standen die mit besten Ratings versehenen sog. „Collateralized Debt Obligations“ (CDOs), mit denen „Landwein“ in „Qualitätswein“ umgewandelt¹²⁹ wurde.¹³⁰ Die ihnen immanenten Kreditrisiken (z.B. aus dem amerikanischen Immobilienmarkt) bleiben dennoch existent, sie sind jedoch „wie Würste verarbeitet, in Scheiben geschnitten und verkauft“ worden.¹³¹

Nicht von ungefähr werden die CDOs mit Blick auf ihre Zusammensetzung als „synthetische Wertpapiere“, als moderne „Finanzchemie“ oder gar „neue Finanztechnologie“ bezeichnet.¹³² Über die marktintern als „toxisch“ bezeichneten CDOs wurden die Kreditrisiken – vergleichbar einer gefährlichen Chemikalie in der Umwelt – unsichtbar über den globalen Finanzmarkt gestreut, im Zuge ihrer Mehrfachverbriefung weiß heute niemand mehr, wie viele CDOs sich mit welchen Risiken wo im globalen Finanzmarkt akkumuliert haben.¹³³ Unübersichtlichkeit, Nichtwissen,¹³⁴ Ungewissheit, mangelnde Vorhersehbarkeit, lange Latenzzeiten, unbekannte Kausalitäten:¹³⁵ Die in der Soziologie beschriebene Risikogesellschaft¹³⁶ ist auf dem Finanzmarkt angekommen.¹³⁷

Insoweit trifft der überkomplexe Finanzmarkt freilich auf ein unterkomplexes Aufsichtsrecht. Dergestalt spiegelt sich der aus dem Umweltrecht bekannte Kontextverlust der Rechtsordnung¹³⁸ im Finanzmarktrecht. Ebenso wie im Umweltrecht¹³⁹ stößt daher das

¹²⁹ So plastisch der *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, Das Erreichte nicht verspielen, 2007, 112.

¹³⁰ M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 22 ff.; H. Beck/H. Wienert Anatomie der Weltwirtschaftskrise (Fn. 7), 7 (8 f.).

¹³¹ Vgl. B. Balzli/K. Brinkbäumer/J. Brenner/U. Fichtner/H. Goos/R. Hoppe/F. Hornig/A. Kneip Der Bankraub (Fn. 40), 44 (50); vgl. auch W. Münchau Kernschmelze im Finanzsystem, 2008, 11.

¹³² Vgl. B. Balzli/K. Brinkbäumer/J. Brenner/U. Fichtner/H. Goos/R. Hoppe/F. Hornig/A. Kneip Der Bankraub (Fn. 40), 44 (50 ff.).

¹³³ Wurden im Jahre 2000 noch CDOs im Wert von 150 Milliarden Dollar verkauft, liegen die Verkäufe ab 2006 über der Billionengrenze. In der Folge bilden sich CDOs von CDOs samt Gesellschaften, die sich immer weiter vom eigentlichen Kreditnehmer entfernen. In später entdeckten E-Mails fragen sich die Analysten der Rating-Agenturen, wann „dieses Kartenhaus zusammenbricht“; es ist von einem „Schneeballsystem“ und einer „Lizenz zum Gelddrucken“ die Rede; vgl. B. Balzli/K. Brinkbäumer/J. Brenner/U. Fichtner/H. Goos/R. Hoppe/F. Hornig/A. Kneip Der Bankraub (Fn. 40), 44 (50) sowie U. Fichtner Spekulanten – Die Logik des Bankrotts, Der Spiegel 19/2010, 52 (55).

¹³⁴ Dieser Aspekt wird explizit auch von J. Sanio FS Rudolph, 2009, 15 (18 f., 21) als zentrales Problem der Bankenaufsicht hervorgehoben.

¹³⁵ C. Ohler in: Kahl (Fn. 10), 208 (217).

¹³⁶ U. Beck Risikogesellschaft, 1986, insbes. 35 ff., 300 ff.; ders. Gegengifte. Die organisierte Unverantwortlichkeit, 1988, Kapitel II; zusammenfassend ders. Risikogesellschaft – Überlebensfragen, Sozialstruktur und ökologische Aufklärung, APuZ B 36/89, 1989, 1 (3 ff.).

¹³⁷ J. Arnoldi Alles Geld verdampft, 2009, 15 ff.; A. Thiele Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (130).

¹³⁸ Die Rechtsordnung ist nur unzureichend auf den Umgang mit Nichtwissen und Ungewissheit vorbereitet, da das in ihr vorherrschende Steuerungsmodell zumeist auf den tradierten Eingriffsmustern regulativer Politik beruht; dazu R. Wolf Zur Antiquiertheit des Rechts in der Risikogesellschaft, in: Beck (Hrsg.) Politik in der

klassische Modell der Gefahrenabwehr bei der verfassungsrechtlich gebotenen Sicherung der Finanzmarktstabilität an seine Grenzen. Der Gesetzgeber muss, so die Schlussfolgerung, das jeweilige Risiko in seine Regelungen aufnehmen und sichtbar machen.¹⁴⁰

2. *Vorgaben des Vorsorgeprinzips*

Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, vom Umweltrecht zu lernen, das Finanzmarktrecht zumindest teilweise als Risikorecht zu verstehen und dementsprechend stärker am Vorsorgeprinzip auszurichten.¹⁴¹ Dies gilt insbesondere dort, wo die staatlichen Institutionen eine aus den Grundrechten fließende Schutzpflicht haben,¹⁴² wenn sie – wie z.B. im Rahmen der privaten Altersvorsorge¹⁴³ – die Bürger förmlich in den Finanzmarkt drängen. Auf Basis seiner verfassungsrechtlichen Verantwortung für die Finanzmarktstabilität hat der Gesetzgeber im Rahmen des Untermaßverbots¹⁴⁴ für deren effektiven Schutz zu sorgen. Das Vorsorgeprinzip ist im deutschen und europäischen Umweltrecht nicht nur einfachgesetzlich, sondern als Ausprägung des Staats- bzw. Unionsziels Umweltschutz (Art. 20a GG, Art. 191 Abs. 2 S. 2 AEUV) und grundrechtlicher Schutzpflichten auch verfassungsrechtlich als Rechtsprinzip etabliert.¹⁴⁵ Kommission und EuGH betrachten es über das europäische Umweltrecht hinaus sogar als allgemeines Rechtsprinzip des gesamten Unionsrechts.¹⁴⁶ Das

Risikogesellschaft, 1991, 378 ff.

¹³⁹ Dazu *U. Di Fabio* Risikoentscheidungen im Rechtsstaat (Fn. 97), 24; *E.-H. Ritter* Ökologie (Fn. 126), 641 (643) mwN.

¹⁴⁰ Eher resignativ daher *C. Ohler* in: Kahl (Fn. 10), 208 (219 f.); *M. Hellwig* Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 45 f.; allgemein dazu *H.-J. Papier* Rechtsstaat im Risiko, DVBl. 2010, 801 ff.

¹⁴¹ *C. Calliess* Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 153 ff.

¹⁴² BVerfGE 7, 198 (205) – Lüth; BVerfGE 35, 79 (114) – Hochschulurteil; BVerfGE 39, 1 (42) – Schwangerschaftsabbruch I; BVerfGE 88, 203 (251) – Schwangerschaftsabbruch II; BVerfGE 46, 160 (164) – Schleyer; BVerfGE 49, 89 (141) – Kalkar I; BVerfGE 53, 30 (57 ff.) – Mühlheim-Kärlich; BVerfGE 79, 174 (201 f.) – Straßenlärm; BVerfGE 56, 54 (73 f.) – Fluglärm; *C. Calliess* Schutzpflichten, in: Merten/Papier (Hrsg.) Handbuch der Grundrechte in Deutschland und Europa, Band 2: Grundrechte in Deutschland – Allgemeine Lehren 1, 2006, § 44, Rn. 1, 4; ausführlich *ders.* Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 412 ff.; *D. Murswiek* in: Sachs (Hrsg.) Grundgesetz, 5. Aufl. 2009, Art. 2, Rn. 24; *C. Calliess* Sicherheit im freiheitlichen Rechtsstaat, ZRP 2002, 1 (2); *C.-W. Canaris* Grundrechtswirkung und Verhältnismäßigkeitsprinzip in der richterlichen Anwendung und Fortbildung des Privatrechts, JuS 1989, 161 (163); *D. Merten* GS Burmeister, 2005, 227 ff.

¹⁴³ Vgl. *M. Ruffert* Verfassungsrechtliche Überlegungen zur Finanzmarktkrise, NJW 2009, 2093 (2095): haftungsbewehrter Anspruch auf effektive Aufsicht; zustimmend *W. Höfling* Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 42; aA *M. Böhme* Staatshaftung für fehlerhafte Bankenaufsicht nach deutschem und europäischem Recht, 2009, 24 ff.

¹⁴⁴ Dazu BVerfGE 88, 203 ff. – Schwangerschaftsabbruch II; ferner *C. Calliess* FS Starck, 2007, 201 ff.; *ders.* Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 574 ff.

¹⁴⁵ *C. Calliess* Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 179 ff.

¹⁴⁶ *Europäische Kommission* Mitteilung über die Anwendbarkeit des Vorsorgeprinzips vom 02.02.2000, KOM (2000) 1 endg., 12; dazu *H.-W. Rengeling* Bedeutung und Anwendbarkeit des Vorsorgeprinzips im europäischen Umweltrecht, DVBl. 2000, 1473 (1478 ff.); *I. Appel* Europas Sorge um die Vorsorge. Zur Mitteilung der

zunächst einmal an den Gesetzgeber adressierte Vorsorgeprinzip legitimiert und erfordert staatliches Handeln schon bei Vorliegen eines Risikos. Im Unterschied zur konkreten Wahrscheinlichkeit, wie sie im Bereich der Gefahrenabwehr verlangt wird, genügt beim Risiko die bloße Möglichkeit eines Schadenseintritts.¹⁴⁷ Fehlt es insoweit an Erkenntnissen oder stehen diese im Expertenstreit, so impliziert das Vorsorgeprinzip eine „Beweislastumkehr“, die für den Gesetzgeber bei der Rechtsetzung zugleich Handlungslegitimation und Gestaltungsauftrag ist.¹⁴⁸

Um eine rechtsstaatlich bedenkliche „Vorsorge ins Blaue hinein“ zu vermeiden, muss allerdings der durch eine abstrakte Besorgnis gekennzeichnete Vorsorgeanlass eingegrenzt werden. Zur wissenschaftlichen Risikoermittlung, im Rahmen derer – unter Berücksichtigung von Mindermeinungen – Risikodaten generiert und wissenschaftlich bewertet werden, tritt eine normative Risikobewertung des Gesetzgebers, die darüber entscheidet, ob ein Risiko gesellschaftlich noch hingenommen werden soll.¹⁴⁹ Im Rahmen des Risikomanagements kommen, dem Verhältnismäßigkeitsprinzip korrespondierend, zunächst prozedurale Instrumente zur Generierung von Informationen und Transparenz in Betracht.¹⁵⁰ Mit einer intensiveren Eingriffstiefe verbunden ist die Einführung von Zulassungsverfahren und ggf. Verboten oder einer Gefährdungshaftung für risikoreiche (Finanzmarkt-) Produkte.¹⁵¹

Europäischen Kommission über die Anwendbarkeit des Vorsorgeprinzips, NVwZ 2001, 395 (396 ff.); B. Arndt Das Vorsorgeprinzip im EU-Recht, 2009, 80 ff.

¹⁴⁷ Vgl. C. Calliess/S. Korte Das neue Recht der grünen Gentechnik im europäischen Verwaltungsverbund, DÖV 2006, 10 (11 f.); R. Sparwasser/R. Engel/A. Voßkuhle Umweltrecht, 5. Aufl. 2003, § 2, Rn. 20 mwN.

¹⁴⁸ Insoweit hat derjenige, in dessen Einflussphäre die Ungewissheit entstanden ist, aufgrund seiner Sachnähe einen Wissensvorsprung, der sinnvollerweise genutzt werden muss; vgl. Europäische Kommission (Fn. 146).

¹⁴⁹ C. Calliess Inhalt, Struktur und Vorgaben des Vorsorgeprinzips im Kontext der Gestaltung des Umweltrechts, in: Hender/Marburger u.a. (Hrsg.) Jahrbuch des Umwelt- und Technikrechts, UTR 90 (2006), 89 (111 ff.); ausführlich hierzu ders. Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 214 ff.

¹⁵⁰ Etwa durch Melde- und Kennzeichnungspflichten, mit dem Ziel dem Verbraucher die Wahl zu lassen, wie er mit der bestehenden Ungewissheit umgeht, dazu C. Calliess Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 467 ff.; SRU Sondergutachten „Vorsorgestrategien für Nanomaterialien“, 2011, Tz. 748 f.

¹⁵¹ Etwa in Form eines präventiven Verbots mit Erlaubnisvorbehalt samt Beweislastumkehr, einer Bedarfsprüfung, einer Gefährdungshaftung oder eines generellen Verbots für bestimmte risikoträchtige (Finanzmarkt-)Aktivitäten, dazu C. Calliess Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 376 ff.; SRU Vorsorgestrategien für Nanomaterialien (Fn. 150), Tz. 40 ff., 439, 737; vgl. auch C. Calliess/S. Korte Das neue Recht der grünen Gentechnik (Fn. 147), 10 (16 f.).

3. *Das Vorsorgeprinzip als Regulativ von Finanzmarktrisiken*

a) *Vorsorgedefizite im geltenden Finanzmarktrecht*

Zwar wird mitunter konstatiert, dass sich bereits im geltenden Finanzmarktrecht die typischen Instrumente der Wirtschaftsaufsicht von der klassischen gefahrenabwehrrechtlichen Eingriffsschwelle weit in den Risikobereich vorverlagert hätten, so dass schon jetzt von einer „Risikoaufsicht“ und einem außergewöhnlich dichten und ausdifferenzierten Instrumentenarsenal in der Finanzmarktaufsicht gesprochen wird.¹⁵² Jedoch zeigt sich bei näherem Hinsehen,¹⁵³ dass sich rund 90 Prozent der Finanzmarktregulierung auf den realwirtschaftlich relevanten Bankenbereich bezieht, in dem aber gerade die systemrelevanten Großbanken nur noch 10 Prozent ihrer Gewinne erzielen.¹⁵⁴ Es gibt also ein Vorsorgedefizit im Hinblick auf jene „neuen“ rein abstrakten, spekulativen Finanzprodukte und Finanzunternehmen (z.B. Investmentbanken, Hedgefonds), die einen Großteil der Gewinne am Finanzmarkt erwirtschaften, zugleich aber ursächlich für die in Rede stehenden Finanzkrisen gewesen sind.¹⁵⁵

Überdies besteht ein zentrales Vorsorgedefizit hinsichtlich der Prognosegrundlagen im Rahmen der am Finanzmarkt zum Einsatz kommenden Risikomodelle.¹⁵⁶ Diese vernachlässigen ebenso wie das geltende Recht die systemischen Risiken,¹⁵⁷ indem allenfalls auf die Risiken eines einzelnen Finanzprodukts oder einer einzelnen Bank gesehen wird, deren Verflechtungen im Finanzmarkt samt Wechselwirkungen aber nicht hinreichend

¹⁵² So *W. Höfling* Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 32 f.; *H.-C. Röhl* in: Fehling/Ruffert (Fn. 23), § 18, Rn. 32, 44 ff., 86 f., 89 f.

¹⁵³ Vgl. *H.-C. Röhl* in: Fehling/Ruffert (Fn. 23), § 18, Rn. 44 ff. und 91 ff.; *P. Jung* in: Schulze/Zuleeg/Kadelbach (Fn. 61), § 20, Rn. 56 f, insbes. Rn. 108 ff. und 126 ff.

¹⁵⁴ *T. Jorberg* in: Seidl/Zahrnt (Fn. 20), 145 (148 f.); vgl. auch *P. Bofinger* Ist der Markt noch zu retten?, 2009, 26 ff.

¹⁵⁵ *M. Hellwig* Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 32 ff., E 38, E 41 ff., E 45 f.; *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (142 f.) jeweils mit mwN.

¹⁵⁶ Dazu *S. Weber* FS Ress (Fn. 56), 1597 ff.; *K. Langenbacher* FS Hopt, 2010, 2175 (2176 ff.).

¹⁵⁷ So beruhte z. B. das von den Banken für ihre Eigenkapitalunterlegung gewählte und von der Finanzaufsicht akzeptierte Risikomodelle auf teilweise falschen bzw. zu optimistischen Annahmen, so dass das Risiko, das sich in der Finanzkrise realisierte, nicht wahrgenommen und somit nicht in den Risikomodelle antizipiert werden konnte. Dazu im Einzelnen *M. Hellwig* Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 18, E 23, E 27, E 32 ff., E 37 f., E 42 und insbesondere E 45 f.; vertiefend *ders.* Systemic Risk Management in Banking and Finance, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 131 (1995), 723 ff.; instruktiv dazu *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (129 f., 135 ff.) mwN.

abgebildet werden.¹⁵⁸ Mitursächlich ist, dass man sich im Rahmen der Finanztheorie nach wie vor zu einseitig auf ein mathematisches Fundament stützt,¹⁵⁹ dass mit den Wahrscheinlichkeiten der Gauß'schen Normalverteilung arbeitet. Obwohl dieses Modell zwischenzeitlich sowohl durch eine Mindermeinung in der Wissenschaft¹⁶⁰ als auch durch praktische Erfahrungen¹⁶¹ in Frage gestellt ist, verlassen sich die Finanzmarktakteure einschließlich der Finanzaufsicht unverändert auf die tradierten Risikomodelle.¹⁶² Dieses alleinige Abstellen auf das „Modell der Mehrheit“ ist ebenfalls nicht mit dem Vorsorgeprinzip, das für einen Vorsorgeanlass gerade auch eine im Rahmen der „Beweislastumkehr“ widerlegbare Mindermeinung ausreichen lässt, vereinbar.¹⁶³

b) Vorschläge zur vorsorgeorientierten Erfassung von Finanzmarktrisiken

(aa) Information und Transparenz

Im Sinne des Vorsorgeprinzips hat das Finanzmarktrecht sicherzustellen, dass die Informationsasymmetrien und Transparenzdefizite zwischen Finanzunternehmen und Anlegern¹⁶⁴ behoben werden, indem z.B. die Ambivalenz der von den Finanzdienstleistern jeweils gewählten Risikomodelle sichtbar gemacht wird. Dies kann zum einen durch Informations-, Hinweis- oder gar Warnverpflichtungen geschehen,¹⁶⁵ so dass die Risiken der

¹⁵⁸ C. Ohler in: Kahl (Fn. 10), 208 (219 f.); M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 34 und E 38 mwN.

¹⁵⁹ Entwickelt von den Nobelpreisträgern F. Black, M. Scholes und R. Merton: F. Black/M. Scholes The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81 (1973), 637 ff.; R. Merton Theory of Rational Option Pricing, Bell Journal of Economics and Management Science 4 (1973), 141 ff.

¹⁶⁰ B. Mandelbrot/R. Hudson, Fraktale und Finanzen, 2005, 26; vgl. dazu auch A. Thiele Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (137 ff.).

¹⁶¹ Wie den Zusammenbruch des Long-Term Capital Management Hedgefonds im Zuge der russischen Schuldenkrise, dazu A. Thiele Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (140 f.).

¹⁶² Und das obwohl diese „weder die Marktrisiken, noch die Ausfallrisiken der Kreditversicherer, noch die Korrelationen der verschiedenen Risiken angemessen erfasst hatten“, so M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 34 und E 38 mwN; vgl. auch C. Ohler in: Kahl (Fn. 10), 208 (219 f.).

¹⁶³ Auf einem solchen defizitären Risikomodell basierten z.B. die Basel II Standards für die Eigenkapitalreserven von Finanzinstitutionen. In ihnen kommen bei der Risikomodellierung und beim Risikomanagement der Banken die für die Finanzmarktstabilität relevanten systemischen Risiken zu kurz, zu denen gerade auch die Risiken einer Bank für das Finanzsystem insgesamt und damit die Wirtschaft und den Steuerzahler zählen; vgl. M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 43 ff.

¹⁶⁴ Dazu vertiefend D. Zimmer Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 14 ff. und G 69; vgl. auch F. Becker Rechtsetzung in Finanzmärkten (Fn. 20), 123 (126).

¹⁶⁵ Wenn dem Anleger – wie bislang (vgl. etwa § 26a KWG, § 31 Abs. 3 WpHG) – nur das Risikoergebnis, nicht aber die Berechnungsgrundlagen zugänglich gemacht werden, so reicht dies zur Erfüllung der nach dem Vorsorgeprinzip gebotenen Transparenz- und Offenlegungspflichten nicht aus, vgl. A. Thiele Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (143 f.).

angebotenen Finanzprodukte nachvollzogen und in die jeweilige Investitionsentscheidung einbezogen werden können.¹⁶⁶

Zum anderen könnten die Rating-Agenturen als Informationsintermediäre eine wichtige kompensatorische Funktion übernehmen. Jedoch fehlt es ihnen, strukturell bedingt, an der notwendigen Neutralität und Objektivität. Nicht von ungefähr setzen viele Reformvorschläge hier an. So einigte sich die G-20 auf eine verbesserte Einhaltung des für die Rating-Agenturen einschlägigen IOSCO-Kodex als Mindeststandard.¹⁶⁷ Allerdings stellt auch die im Zuge der G-20 Beschlüsse von der europäischen RatingVO vorgesehene Registrierung¹⁶⁸ keine qualitativen Anforderungen¹⁶⁹ an die zum Einsatz kommenden Bewertungsmethoden.¹⁷⁰ So ist die Forderung naheliegend, die Ratingtätigkeit auf öffentliche Institutionen zu verlagern,¹⁷¹ etwa eine europäische Rating-Agentur.¹⁷² Deren Marktakzeptanz erscheint jedoch zumindest insoweit zweifelhaft,¹⁷³ als es um die Bewertung von Staatsanleihen¹⁷⁴ geht.

¹⁶⁶ Dies gilt umso mehr, als es komplexe Finanzierungsinstrumente und Verbriefungsstrukturen für Investoren immer schwerer machen, die Risiken und die Chancen eines Investments richtig einzuschätzen; vgl. dazu *G. Deipenbrock* Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens, WM 2005, 261 (261), *M. Lerch* Ratingagenturen (Fn. 69), 402 (403); *R. Wendt/S. Lampert* Finanzmarktregulierung (Fn. 70), 1001 (1003 ff.); *CESR* (Fn. 70), Rn. 37 f., 47.

¹⁶⁷ *G-20 Declaration on the Summit on Financial Markets and the World Economy*, Washington, 15.11.2008, 3.

¹⁶⁸ Alle mit Sitz in der Union tätig werdenden Rating-Agenturen, deren Ratings zu regulatorischen Zwecken von den in Art. 4 Abs. 1 RatingVO (Fn. 71) genannten Institutionen verwendet werden sollen, unterliegen einer Registrierungspflicht; vgl. *R. Wendt/S. Lampert* Finanzmarktregulierung (Fn. 70), 1001 (1008); *G. Spindler* Finanzmarktkrise und Wirtschaftsrecht, AG 2010, 601 (609 f.); *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (147). Auch das US-amerikanische Recht sieht eine ähnliche Registrierungspflicht vor, vgl. dazu *G. Deipenbrock* „Mehr Licht!“ – Der Vorschlag einer europäischen Verordnung über Ratingagenturen, WM 2009, 1165 (1167 f.); *U. Blaurock* Verantwortlichkeit von Ratingagenturen (Fn. 71), 603 (615 ff.); *C. Hill* Rating Agencies (Fn. 72), 41 (53 ff.).

¹⁶⁹ *M.-M. Stemper* Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings – Bank- und Kapitalmarktrechtliche Schriften des Instituts für Bankrecht Köln, Nr. 35, 2010, 218; *M. Lerch* Ratingagenturen (Fn. 69), 402 (406), der auch an dieser Stelle zu Recht betont, dass durch die Registrierung wieder nur ein Mindeststandard gewährleistet wird.

¹⁷⁰ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Rating-Agenturen (ABl. 2009 Nr. L 302, 1), geändert durch die Verordnung Nr. 513/2011 (ABl. 2011 Nr. L 145, 30); *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (149); aA *G. Deipenbrock* Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 168), 1165 (1173), die – allerdings in einem Vergleich mit dem sehr abstrakt formulierten IOSCO Kodex und der bisher geltenden Selbstregulierung – von sehr detaillierten Regelungen spricht.

¹⁷¹ *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (147).

¹⁷² *R. Wendt/S. Lampert* Finanzmarktregulierung (Fn. 70), 1001 ff.; Stellungnahme des *Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses* zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Rating-Agenturen, ABl. 2011 Nr. C 54, 37, Rn. 1.13; *D. Schäfer* Eine öffentliche europäische Rating-Agentur – wir brauchen sie jetzt, DIW Monatsbericht Nr. 38/2009, 654, abrufbar unter: http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.339719.de/09-38.pdf (zuletzt abgerufen am 2.10.2011).

¹⁷³ *R. Wendt/S. Lampert* Finanzmarktregulierung (Fn. 70), 1001 (1008).

¹⁷⁴ Ratings von Staatsanleihen haben ohnehin nicht nur eine wirtschaftliche, sondern auch eine politische Dimension, vgl. dazu ausführlich *J. Rosenbaum* Einfluss von Rating-Agenturen (Fn. 11), 101 ff. Insoweit stellt sich die Frage, ob die Bewertung von Staatsanleihen nicht vom Rating „normaler“ Finanzprodukte abgekoppelt werden muss, Stellungnahme des *Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses* zu dem Vorschlag für eine

Eine dem Vorsorgeprinzip widersprechende systemrelevante Intransparenz besteht überdies im Hinblick auf die Akteure und die Produkte des Finanzmarkts. Insoweit könnte mit Blick auf die immanenten Risiken neuartiger Finanzprodukte eine Registrierungspflicht samt öffentlichem Produktregister¹⁷⁵ eingeführt werden. Und im Hinblick auf die Aktivitäten von Hedgefonds und als sog. Zweckgesellschaften¹⁷⁶ tätigen „Schattenbanken“¹⁷⁷ könnten überdies alle Banken und Versicherungen verpflichtet werden, ihre Großkredite an eine internationale Institution zu melden. Eine solche internationale „Banken-Schufa“ würde eine wichtige Grundlage für ein globales Frühwarnsystem bei Finanzkrisen darstellen.¹⁷⁸

(bb) Verbesserte Erfassung systemischer Risiken durch inhaltliche Rechtsetzung

(1) Problemstellung

Transparenz und Information als prozedurale Instrumente der Risikovorsorge stoßen jedoch auch am Finanzmarkt an innere Grenzen.¹⁷⁹ Prävention durch Information setzt den „idealen Marktmenschen“, den viel zitierten „homo oeconomicus“, voraus.¹⁸⁰ Für den Anleger kann sich Information jedoch gerade im Bereich des Finanzmarkts schnell als Illusion entpuppen,

Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen (ABl. 2011 Nr. C 54, 37), Rn. 1.12.

¹⁷⁵ Vgl. etwa im Chemikalienrecht Art. 119 REACH-VO (ABl. 2006 Nr. L 396, 1); im Bereich der Grünen Gentechnik § 16a GenTG; für Nanomaterialien vgl. *SRU* Vorsorgestrategien für Nanomaterialien (Fn. 150), Tz. 576, 742; *C. Calliess/H. Stockhaus* Regulierung von Nanomaterialien – reicht REACH?, DVBl. 2011, 921 (924 ff., 928 f.).

¹⁷⁶ Im Fachjargon Conduits und Structured Investment Vehicles (SIVs) genannt; kritisch dazu *M. Hellwig* Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 26.

¹⁷⁷ Z.B. die in Irland ansässige DEPFA der Hypo Real Estate. Diese dienten vielen Banken letztlich dazu, die Eigenkapitalregeln samt Aufsichtsrecht zu umgehen. Das wird besonders deutlich, wenn man die Ausführungen bei *M. Hellwig* Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 26 ff., E 34, E 38 und E 41 f. einmal im Zusammenhang liest; vgl. auch *D. Hawranek/A. Mahler/C. Pauly/M. Schiessl/T. Schulz* Märkte außer Kontrolle (Fn. 30), 60 (68); *H. Beck/H. Wienert* Anatomie der Weltwirtschaftskrise (Fn. 7), 7 (10).

¹⁷⁸ Vorbild könnte das in Deutschland bei der Bundesbank geführte Kreditregister sein. Da sich Hedgefonds und Zweckgesellschaften in der Regel zu einem erheblichen Teil bei regulären Banken refinanzieren, würden auf diese Weise die globalen Kreditverpflichtungen transparenter, vgl. *P. Bofinger* Markt (Fn. 154), 52 f.

¹⁷⁹ Zu einseitig daher *O. Lepsius* in: Fehling/Ruffert (Fn. 13), § 4, Rn. 88; im Überblick *J. Hellermann* Schutz der Verbraucher durch Regulierungsrecht, VVDStRL 70 (2011), 366 (368); dazu aus privatrechtlicher Perspektive *G.-P. Calliess* Grenzüberschreitende Verbraucherverträge (Fn. 42), 314 ff.

¹⁸⁰ Dazu *R. Stürmer* Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 256; *J. Lüdemann* Die Grenzen des homo oeconomicus und die Rechtswissenschaft, in: Engel/Englerth/Lüdemann/Spiecker genannt Döhmann (Hrsg.), Recht und Verhalten, 2007, 7, 9 ff.; vgl. auch *E. Dieth* Recht – als Prostituierte des Marktes oder als Schutz vor Vermarktung?, in: E. Towfigh u.a. (Hrsg.) (Fn. 2), 137 (138 ff.).

etwa wenn ein Rating, wie im Falle der bestbenoteten CDOs, zu Fehlinformationen über Risiken führt.¹⁸¹

Im Lichte des Vorsorgeprinzips muss staatliche Rechtsetzung dann über bloß prozedurale Vorgaben in Form von Information und Transparenz hinausreichen und diese durch materielle Vorgaben ergänzen.¹⁸² Insoweit soll der Versuch unternommen werden, zwei Relevanz- oder auch Risikokriterien zu formulieren, die Anhaltspunkte geben, wann eine inhaltliche Rechtsetzung mit Blick auf die im Staaten- und Verfassungsverbund durch deutsche und europäische Grundrechte sowie europäische Grundfreiheiten gewährleistete Wirtschaftsfreiheit erforderlich ist.

(2) Kriterium der Systemrelevanz

Ein zentrales Kriterium könnten in diesem Kontext systemische Risiken für das Schutzgut der Finanzmarktstabilität sein. Jene mögen isoliert betrachtet begrenzt und überschaubar erscheinen, aber durch die Verflechtungen im Finanzmarkt können – wie im Rahmen der Finanzkrise geschehen – Kettenreaktionen ausgelöst werden, die die Finanzmarktstabilität und daran anknüpfend die gesamte Wirtschaft bedrohen.¹⁸³ Insoweit gebietet eine dem Vorsorgeprinzip korrespondierende Sicherung der Finanzmarktstabilität: Je mehr systemische Risiken ein Finanzprodukt bzw. -unternehmen im Krisenfälle produziert, desto intensiverer inhaltlicher Rechtsetzung kann es mit Blick auf die Wirtschaftsfreiheit unterworfen werden.¹⁸⁴

(3) Kriterium des Realwirtschaftsnutzens

¹⁸¹ Die sehr guten Ratings der CDOs waren im Hinblick auf die Informationen zwar nicht falsch, aber insoweit unvollständig, als sie das Risikoszenario nicht voll nachzeichneten, insbesondere die systemischen Risiken vernachlässigten. Dazu ausführlich *R. Stürner* Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 89 ff.

¹⁸² Dafür *R. Stürner* Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 98; *P. Bofinger* Markt (Fn. 154), 53 ff.; skeptisch (noch) *H. Eidenmüller* Der homo oeconomicus und das Schuldrecht: Herausforderungen durch Behavioral Law and Economics, JZ 2005, 216 (222); verkürzend insoweit *O. Lepsius* in: Fehling/Ruffert (Fn. 13), § 4, Rn. 88: „Im Regulierungsrecht ist der Gesetzgeber in erster Linie nicht inhaltlich, sondern kompetentiell, verfahrensrechtlich und organisationsrechtlich gebunden“.

¹⁸³ *C. Ohler* Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1062 f.), der das Beispiel der Fristentransformation aufgreift; *ders.* in: Kahl (Fn. 10), 208 (217 ff.).

¹⁸⁴ Innerhalb der Dienstleistungsfreiheit geht die Unionsgerichtsbarkeit in entsprechender Weise vor, wenn sie den Mitgliedstaaten einen umso größeren Regelungsfreiraum lässt, je geringer die Selbsthilfemöglichkeiten des Verbrauchers durch Informationsbeschaffung aufgrund der Komplexität der Tätigkeit sind; vgl. dazu *C. Calliess/S. Korte* Dienstleistungsrecht in der EU, 2011, § 3, Rn. 142.

Ein weiteres Kriterium für inhaltliche Rechtsetzung könnte die Nähe einer Leistung der Finanzwirtschaft zur Realwirtschaft und damit zum Wohlstand der Gesellschaft sein. Wie erwähnt, dienen vielfältige rein abstrakte Finanzprodukte und -dienstleistungen fast ausschließlich dem Selbstzweck des Finanzmarkts, der bloßen Spekulation.¹⁸⁵ Dazwischen liegen jene Finanzinstrumente, die mittelbar dem realwirtschaftlich orientierten Finanzgeschäft dienen, indem sie deren Risiken, etwa Zinsänderungsrisiken, Laufzeitkongruenzen oder Währungsrisiken, absichern. Insoweit gebietet eine dem Vorsorgeprinzip korrespondierende Sicherung der Finanzmarktstabilität: Je mehr sich ein Finanzprodukt bzw. -unternehmen von der Realwirtschaft entfernt und rein spekulativ ausgerichtet ist, desto intensiverer inhaltlicher Regulierung kann es mit Blick auf die Wirtschaftsfreiheit unterworfen werden.

(cc) Schlussfolgerungen anhand von Beispielen

Jedes Finanzinstrument und jedes Finanzunternehmen kann anhand der beiden vorstehend genannten Kriterien der Systemrelevanz und des Nutzens für die Realwirtschaft untersucht werden und hiernach einer vorsorgeorientierten Rechtsetzung unterworfen werden.¹⁸⁶ Einige Beispiele sollen Ansätze illustrieren.

Vom Grundgeschäft abstrahierte, einer „Wette“ vergleichbare Finanzinstrumente wie z.B. die ungedeckten Leerverkäufe,¹⁸⁷ der Handel mit ungedeckten CDS,¹⁸⁸ das Verleihen von Aktien

¹⁸⁵ Zur Unterscheidung der „guten“ von der „schlechten“ Spekulation grundlegend *L. Klöhn* Kapitalmarkt (Fn. 28), 257 ff.

¹⁸⁶ Im Lichte der primär grundrechtlich und grundfreiheitlich verbürgten Wirtschaftsfreiheit der Finanzmarktakteure ist im Rahmen der jeweiligen Risikorechtsetzung auf die Verhältnismäßigkeit der jeweiligen Maßnahmen zu achten, dazu ausführlich mit Blick auf den Finanzmarkt *W. Höfling* Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 16 f.; *P.-C. Müller-Graff* Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht (Fn. 23), 201 (206 ff.); allgemein *O. Lepsius* in: Fehling/Ruffert (Fn. 13), § 4, Rn. 45 ff., vgl. aber auch Rn. 87 ff. und Rn. 74 ff. mwN. Hierbei sind auch die Vorgaben des mehrpoligen Verfassungsrechtsverhältnisses, konkretisiert in einer mehrpoligen Verhältnismäßigkeitsprüfung, zu berücksichtigen; vgl. dazu *C. Calliess* Rechtsstaat und Umweltstaat (Fn. 17), 577 ff.

¹⁸⁷ Vgl. jetzt § 30h WpHG, der ungedeckte Leerverkäufe von Aktien und Schuldverschreibungen der Mitgliedstaaten der Eurozone verbietet; § 4a WpHG gibt überdies der BaFin die Möglichkeit, „normale“ Leerverkäufe befristet zu verbieten, eingeführt durch Gesetz vom 21.07.2010 (BGBl. 2010, 945); letztlich zustimmend *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 81 ff.; *C. Ohler* in: Kahl (Fn. 10), 208 (221 f.); *T. Jorberg* in: Seidl/Zahrnt (Fn. 20), 145 (150).

¹⁸⁸ Vgl. jetzt § 30i WpHG, der Kreditderivate auf Verbindlichkeiten der Mitgliedstaaten der Eurozone insoweit verbietet, eingeführt durch Gesetz vom 21.07.2010 (BGBl. 2010, 945); dazu *C. Ohler* in: Kahl (Fn. 10), 208 (221 f.).

zu Spekulationszwecken,¹⁸⁹ die Finanzspekulation mit Rohstoffzertifikaten¹⁹⁰ oder der Handel mit verbrieften Kreditforderungen, insbesondere wenn es um hochkomplexe Mehrfachverbriefungen in Form von CDOs geht, sollten angesichts ihrer Systemrelevanz verboten oder einer Gefährdungshaftung der Emittenten unterworfen werden.¹⁹¹

Unter Aspekten der Verhältnismäßigkeit kommt ein präventives Verbot mit Erlaubnisvorbehalt (Zulassung¹⁹²) oder eine Risikowarnpflicht in Form einer Kennzeichnung in Betracht,¹⁹³ wenn sich das jeweilige Finanzprodukt mit Blick auf die beiden Risikokriterien in einer Grauzone befindet, etwa wenn es um auf einem Grundgeschäft basierende CDS geht.

Die Risikokriterien erfassen aber auch Finanzunternehmen. Hierzu zählen neben Hedgefonds¹⁹⁴ vor allem auch systemrelevante Banken.¹⁹⁵ Sie sind dadurch definiert, dass sie als Geschäftsbanken einerseits die der Realwirtschaft dienenden Finanzdienstleistungen erbringen, andererseits aber über das Investmentbanking und die Gründung von Zweckgesellschaften (sog. „Schattenbanken“¹⁹⁶), für die sie vollumfänglich haften, in komplexe, hochabstrakte, spekulative und damit riskante Finanzgeschäfte global eingebunden sind. Eine systemrelevante Bank kann sich ebenso wie ihre Gläubiger auf ein von der Allgemeinheit finanziertes staatliches „Bail-Out“ im Krisenfall verlassen, mit der fatalen

¹⁸⁹ T. Jorberg in: Seidl/Zahrnt (Fn. 20), 145 (150).

¹⁹⁰ Ebd.

¹⁹¹ W. Höfling Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 54 f.; R. Stürner Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 262 f.; P. Kirchhof Rückbesinnung auf ein Grundrecht – Eigentum als Schule von Freiheit und Risiko, in: Deppenheuer (Hrsg.) Eigentumsverfassung und Finanzkrise, 2009, 7 ff.; F. Kirchhof FS Steiner, 2009, 412 (420); T. Jorberg in: Seidl/Zahrnt (Fn. 20), 145 (149 f.); vorsichtiger W. Heun Staat und Finanzkrise (Fn. 9), 53 (61).

¹⁹² P.-C. Müller-Graff Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht (Fn. 23), 201 (210).

¹⁹³ Eine solche normiert nunmehr die RatingVO (Fn. 71) in Art. 10 Abs. 3 für strukturierte Finanzprodukte – allerdings nicht, wie es im von der G-20 als Mindeststandard vereinbarten IOSCO Kodex vorgesehen ist und zu Recht vielfach empfohlen wurde, direkt beim Ratingergebnis, vgl. CESR CESR’s Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance, Mai 2008, 26; *Financial Stability Forum* (Fn. 72), 34; vgl. aber T. Möllers Ratingagenturen (Fn. 69), 861 (866), der von einem Wahlrecht spricht; s. aber auch den Erwägungsgrund Nr. 40 der Verordnung, der die Ratingkategorien durch zusätzlich geeignete Symbole gekennzeichnet sehen will. Diese Formulierung könnte wiederum dafür sprechen, dass tatsächlich das Ratingergebnis gemeint ist.

¹⁹⁴ Zu deren Systemrelevanz R. Wilhelmi Möglichkeiten und Grenzen der wirtschaftsrechtlichen Regelung von Hedge-Fonds, WM 2008, 861 ff.; zu deren Regulierung vertiefend D. Müller Die Regulierung von Hedgefonds nach Dodd-Frank, RIW 2011, 620 ff.; M. Lehmann Die Regulierung und Überwachung von Hedgefonds als internationales Zuständigkeitsproblem, ZIP 2007, 1889 ff.; B. Weiser/J.-H. Jang Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland, BB 2011, 1219 (1219, 1225); T. Jesch/U. Klebeck BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport zur Fondsregulierung 2011, BB 2011, 1866 ff.

¹⁹⁵ Zur Schwierigkeit, die Systemrelevanz von Banken zu normieren W. Höfling Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 58 ff.; D. Zimmer Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 25 ff.

¹⁹⁶ Vgl. M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 26 f.; D. Hawranek/A. Mahler/C. Pauly/M. Schiessl/T. Schulz Märkte außer Kontrolle (Fn. 30), 60 (68).

Folge, dass sie nach der „Too-big-to-fail“-Doktrin umso risikogeneiger am Finanzmarkt agieren kann.¹⁹⁷

Das klassische Wettbewerbsrecht muss insoweit kapitulieren. Es orientiert sich am Kriterium der marktbeherrschenden Stellung, kann aber nicht berücksichtigen, dass Systemrelevanz nicht nur durch Größe (in Form von Marktanteilen), sondern gerade auch durch Verflechtungen entsteht. In Betracht kommt daher nur eine im Einzelfall¹⁹⁸ festzustellende Systemrelevanz.¹⁹⁹ Die insoweit diskutierten Instrumente der umgestaltenden und entziehenden Entflechtung – für letztere ist umstritten, ob es sich um eine Enteignung handelt²⁰⁰ – lassen sich unter dem Aspekt der Risikovorsorge für die Finanzmarktstabilität als im Ergebnis verhältnismäßiger²⁰¹ Eingriff in das Eigentumsgrundrecht rechtfertigen.²⁰²

Eine relativ einfach einzubauende und damit vorzugswürdige „Risikobremse“ stellt die Berücksichtigung von systemischen Risiken bei der Einlagensicherung und bei der Festlegung der Eigenkapitalanforderungen dar.²⁰³ Für letztere waren mit den 2004 formulierten Basel II-Standards Erleichterungen auf Basis bankeninterner Risikomodelle eingeführt worden, die im Hinblick auf ihre Prognosedefizite und eine der Finanzmarktstabilität dienende Risikovorsorge nicht mehr gerechtfertigt werden können.²⁰⁴ Insoweit gebietet das

¹⁹⁷ Die solchermaßen begründete wechselseitige Abhängigkeit von Staat und Bank setzt auf diese Weise förmlich noch einen Anreiz, durch internes oder externes Wachstum systemrelevant zu werden, dazu *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 11 ff., G 25.

¹⁹⁸ Ausführlich *W. Höfling* Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 58 ff.; *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 25 ff.

¹⁹⁹ Wie sie nach den Basel II Regeln und der sie umsetzenden europäischen Bankenrichtlinie im Rahmen der Aufsicht bereits gefordert ist; vgl. Art. 124 Abs. 4 Richtlinie 2006/48/EG, umgesetzt wiederum in Art. 6 Abs. 3 Aufsichtsrichtlinie der deutschen Bundesbank.

²⁰⁰ Dazu *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 35 ff.; *C. Ohler* Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1065).

²⁰¹ Allerdings bestehen insoweit auch Alternativen, die weniger eingriffsintensiv sind: Insoweit werden zum Beispiel zwischen Aufsichtsbehörden und systemrelevanten Banken zu vereinbarende sog. Bankentestamente diskutiert, die einen Plan für eine geordnete Krisenbewältigung formulieren. Zeigen diese Pläne, dass die betreffende Bank für einen effizienten Umgang mit einer Krisensituation zu verschachtelt ist, koppelt sich daran die Möglichkeit, durch Hoheitsakt eine Komplexitätsreduktion durch vorsorgliche Entflechtung in die Wege zu leiten; dazu vertiefend *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 50 ff.

²⁰² Ausführlich *W. Höfling* Finanzmarktregulierung (Fn. 21), F 57 ff.; *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 35 ff.; *P. Kirchhof* in: *Depenheuer* (Fn. 191), 7 (9); *O. Depenheuer* Vertrauen durch Verantwortung – Die Funktion des privaten Eigentums, in: ders. (Hrsg.) Eigentumsverfassung und Finanzkrise, 2009, 3 (5); eher kritisch *P. Kindler* Finanzkrise und Finanzmarktregulierung (Fn. 100), 2465 (2467).

²⁰³ Vgl. § 10 KWG; *D. Zimmer* Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 43 f.; *M. Hellwig* Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 50, E 56.

²⁰⁴ Im Zuge dieser Erleichterungen sollte die Höhe des Eigenkapitals nunmehr davon abhängen, wie riskant ein Kreditgeschäft ist. Insoweit kam den Bewertungen der Rating-Agenturen eine maßgebliche Rolle zu. Überdies sollten die Banken anhand eigener Risikomodelle selbst das Risiko ihrer Aktiva bestimmen dürfen. Im Zuge

Untermaßverbot, dass zumindest die systemrelevanten Banken wieder wie früher eine feste Relation ihres Eigenkapitals zu ihrer ungewichteten Bilanzsumme (in Höhe von etwa 20-30 %) einhalten müssen²⁰⁵ – und zwar unabhängig davon, wie riskant oder sicher sie ihre Aktiva aufgrund ihrer internen Risikomodelle einschätzen.²⁰⁶ Zweckgesellschaften, die der Umgehung dieser Vorgaben dienen und damit die Systemrelevanz verschleiern, sollten verboten werden.²⁰⁷

Im Hinblick auf die vorstehend problematisierte Rolle, die systemische Risiken negierende Risikomodelle im Rahmen der Finanzkrise spielten,²⁰⁸ ist schließlich eine öffentliche Institution erforderlich, die diese nach neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen unter Berücksichtigung von Mindermeinungen objektiv ermittelt und erfasst. Die so definierten systemischen Risiken müssten sodann verpflichtend in alle Risikomodelle der Akteure am Finanzmarkt eingespeist werden. Darüber hätten die Aufsichtsbehörden zu wachen,²⁰⁹ die bislang aus Gründen der Überforderung die Risikomodelle der Banken, z.B. bei der Bestimmung des notwendigen Eigenkapitals, akzeptierten bzw. auf die Bewertungen der

dessen benötigten die Banken immer weniger Eigenkapital für ihr Kreditgeschäft und konnten ihre Bilanzsumme, wie z.B. die Hypo Real Estate nach dem Erwerb der DEPPFA, teilweise massiv ausweiten, ohne ihr Eigenkapital entsprechend anpassen zu müssen. Auch wenn die in diesem Rahmen getroffenen Bewertungen der Banken einer Genehmigungspflicht durch die Finanzaufsicht unterliegen (§§ 58 ff. SolvV), so wird die Berücksichtigung alternativer Risikomodelle weder von den Baseler Regelungen noch von der Finanzaufsicht verpflichtend verlangt. A. Thiele Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (140, 142 f.); M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 32 ff. mwN.

²⁰⁵ M. Hellwig Finanzmarktregulierung (Fn. 9), E 50, E 56; D. Zimmer Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 43 f.; kritisch P. Kindler Finanzkrise und Finanzmarktregulierung (Fn. 100), 2465 (2465 f.). Insoweit gehen die Ansätze von Basel III in die richtige Richtung; vgl. dazu T. Manns/H. Schulte-Mattler Antwort der Bankenaufseher auf die Finanzkrise (Fn. 67), 1577 (1577); C. Gortsos “Basel III“: The reform of the existing regulatory framework of the Basel Committee on Banking Supervision for strengthening the stability of the international banking system, in: Meng/Ress/Stein (Hrsg.) Europäische Integration und Globalisierung, 2011, 167 ff.

²⁰⁶ Dies mag aus Investorensicht zwar nachteilig sein, weil höhere Eigenkapitalpuffer es den vom Aktienmarkt getriebenen Banken erschweren, hohe Eigenkapitalrenditen zu erzielen; kritisch aus ökonomischer Sicht daher P. Kindler Finanzkrise und Finanzmarktregulierung (Fn. 100), 2465 (2466); vgl. aber H. Peukert Finanzmarktkrise (Fn. 26), 457. Jedoch stellen Ackermann'sche Renditeziele von 25 Prozent eine für den grundrechtlichen Eigentumsschutz irrelevante Gewinnchance dar, die im Interesse der Finanzmarktstabilität und der mit ihr verknüpften Schutzgüter zumindest aus rechtlicher Sicht bedeutungslos ist; wie hier daher P. Bofinger Markt (Fn. 154), 53 ff.; D. Zimmer Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 43; P.-C. Müller-Graff Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht (Fn. 23), 201 (210); vgl. auch G-20 (Fn. 65).

²⁰⁷ P. Kirchhof HStR VIII, 2010, § 169, Rn. 115; vgl. D. Zimmer Finanzmarktregulierung (Fn. 25), G 29, G 87 f.

²⁰⁸ Dazu bereits oben. Vgl. hier nur A. Thiele Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (131 ff., 145).

²⁰⁹ A. Thiele Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (145 f.). Dementsprechend muss eine Reform der Finanzaufsicht diese strukturellen Defizite in der Risikoanalyse beseitigen, indem diese stärker in die Bewertung der Risiken eingebunden wird und die von den Banken entwickelten Risikomodelle anhand eigener Modelle im Verbund mit einem wissenschaftlichen Beirat überprüft. Im Zuge dessen bedürften die zuständigen Aufsichtsbehörden, in Deutschland die BaFin, mehr Personal, das überdies marktgerecht bezahlt werden müsste.

Rating-Agenturen vertrauen mussten.²¹⁰ Dementsprechend gebieten nicht zuletzt die Grundrechte ein ständiges Monitoring im Hinblick darauf, ob das geltende Aufsichtsrecht an tatsächliche Veränderungen der gängigen Bewertungsverfahren angepasst werden muss.²¹¹ Einen Schritt in die richtige Richtung stellen insoweit die Forderungen der G-20 nach einem kohärenten Aufsichtskonzept unter dem Aspekt systemischer Risikopotentiale dar,²¹² die im Rahmen des neuen Europäischen Systems der Finanzmarktaufsicht²¹³ umgesetzt wurden.²¹⁴

IV. Staatsverschuldung und Staatsbankrott als systemisches Risiko in der Eurozone

Die Finanzkrise 2008 und die Schuldenkrise in der Eurozone 2010 sind über die Staatsverschuldung miteinander verwoben. Vermittelt über die Finanzmärkte²¹⁵ zeigt sich die bislang zuvorderst unter dem Aspekt der Generationengerechtigkeit und Zukunftsoffenheit diskutierte Staatsverschuldung nunmehr auch als ein für die Gegenwart bedeutsames systemisches Risiko für die Finanzmarktstabilität und die Stabilität in der Eurozone.²¹⁶

²¹⁰ Vgl. nur die Äußerung des Präsidenten der BaFin *Jochen Sanio* auf der Jahrespressekonferenz am 15.05.2008, zitiert bei *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (144 f.).

²¹¹ Vgl. dazu *C. Gusy* Grundrechtsmonitoring: Grundrechtsdurchsetzung außerhalb gerichtlicher Instanzen, *Der Staat* 47 (2008), 511 ff.; *I. Augsberg/S. Augsberg* Prognostische Elemente in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, *VerwArch* 98 (2007), 290 (297 ff.).

²¹² *G-20* (Fn. 65), 1; ferner *P.-C. Müller-Graff* Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht (Fn. 23), 201 (210); *A. Thiele* Divergierende Risikomodelle (Fn. 78), 127 (145).

²¹³ Ausführlich dazu *U. Häde* Jenseits der Effizienz: Wer kontrolliert die Kontrolleure?, *EuZW* 2011, 662 ff.

²¹⁴ Einen Ansatz im hiesigen Sinne bietet in diesem Kontext der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), der Systemrisiken abwenden und eindämmen sowie einen „nachhaltigen“ Beitrag des Finanzsektors im Rahmen des Wirtschaftswachstums gewährleisten soll; vgl. *Europäische Kommission* Vorschlag vom 23.09.2009 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, KOM(2009) 499 endg.; dazu *K. Hopt* Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur, *NZG* 2009, 1401 (1404 f.); *D. Triantafyllou* Zur Verantwortung des Staates für die Geldwirtschaft. Auf dem Weg zu einer europäischen Bankenaufsicht, *EuR* 2011, 585 (595 ff.); vgl. die Umsetzung durch Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ABl. 2010 Nr. L 331, 1).

²¹⁵ Zur Rettung möglicherweise systemrelevanter Banken und zur Vermeidung einer sich als Folge der Finanzkrise anbahnenden Wirtschaftskrise mussten die Staaten dem Markt Kapital bereitstellen, das sie sich zum Teil durch zusätzliche Verschuldung an den Finanzmärkten in Form von Staatsanleihen besorgten. Ausgelöst durch die Herabstufung der Rating-Agenturen stiegen die Zinsen für Staatsanleihen in überverschuldeten Mitgliedstaaten rapide an. Insoweit entscheidend ist die Prognose über die Bonität des Schuldners, die sich bei Staaten vor allem an den Steuereinnahmen und der Leistungsfähigkeit der Wirtschaft orientiert. In der Folge droht diesen aufgrund des plötzlichen Schwenks der Finanzmärkte ein Staatsbankrott, der das Risiko systemisch bedingter Bankeninsolvenzen und einer erneuten Finanzkrise birgt. Instrukтив hierzu *C. Ohler* in: *Kahl* (Fn. 10), 208 ff.

²¹⁶ Ähnlich *C. Ohler* Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1064).

1. Die Maßnahmen zur Stabilisierung des Euro und ihre Legalität

a) Nothilfen an den Grenzen des Rechts

Angesichts der Gefahr eines Staatsbankrotts in der Eurozone und der damit einhergehenden „Ansteckungsgefahr“²¹⁷ bestand die Alternative für die Politik darin, entweder einmal mehr systemrelevante Banken zu retten, oder aber überschuldeten Eurostaaten in Form von Notkrediten, vermittelt über einen sog. Rettungsschirm²¹⁸, für den die Mitgliedstaaten bürgen, direkt zu helfen.²¹⁹ Von Anfang an wurde die Rechtmäßigkeit dieser Nothilfen im Hinblick auf die „No-Bail-Out-Klausel“ kontrovers diskutiert. Insoweit geht es zum einen um die Auslegung der Tatbestandsmerkmale „haften“ und „eintreten“ in Art. 125 Abs. 1 AEUV, zum anderen um die Rolle des Art. 122 Abs. 2 AEUV, demzufolge die EU einem Mitgliedstaat im Falle eines „außergewöhnlichen Ereignisses“ finanziellen Beistand gewähren kann. Bereits die Existenz dieser Norm zeigt, dass Nothilfen an einen Mitgliedstaat vertraglich nicht gänzlich ausgeschlossen sein können. Dies muss erst recht gelten, wenn die Gefahr eines Scheiterns der Währungsunion bzw. der EU insgesamt droht.²²⁰ Eine solche Konsequenz kann überdies nicht vom Sinn und Zweck der „No-Bail-Out-Klausel“ umfasst sein. Eingedenk dessen werden für diese, vom Vertrag nicht antizipierte Gefahr des Scheiterns des Euro

²¹⁷ Dies verdeutlicht besonders eindrucksvoll die Studie von *P. Ludlow* In the last resort. The European Council and the euro crisis, Eurocomment Briefing Note Vol. 7, No. 7/8, 2010, 23 ff.

²¹⁸ Während die Griechenlandhilfe sich noch als bilaterale Hilfe der Mitgliedstaaten darstellte, die von der EU ohne eigene finanzielle Beteiligung bloß koordiniert wurde, ist mit dem als Rettungsschirm bezeichneten Europäischen Stabilisierungsmechanismus (EFSM) eine hochkomplexe Konstruktion, die EU und IWF beteiligt, entstanden, vgl. Erklärung der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes vom 07.05.2010; ferner *ECOFIN* Ratsdokument Nr. 9596/2010 vom 09.05.2010 sowie Verordnung (EU) Nr. 407/2010 des Rates vom 11.05.2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus, (ABl. 2010 Nr. L 118, 1). Mit Blick auf das „Bail-Out-Verbot“ wurde für die Finanzhilfen der Mitgliedstaaten nach luxemburgischem Recht eine Zweckgesellschaft, die „Europäische Finanzstabilisierungsfazilität“ (EFSF) gegründet, die die Darlehen durch die Emission beziehungsweise Übernahme von Anleihen, Schuldscheinen, Liquiditätswechseln oder anderen Finanzierungsformen am Kapitalmarkt finanziert, die durch unwiderrufliche und unbedingte Bürgschaften der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets abgesichert werden, vgl. insoweit den privatrechtlichen EFSF Rahmenvertrag zwischen den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes und der EFSFG vom 07.06.2010, abrufbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_1270/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Europa/20100609-Schutzschirm-Euro-Anlage__1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf (zuletzt abgerufen am 2.10.2011).

²¹⁹ *U. Häde* Die europäische Währungsunion in der internationalen Finanzkrise (Fn. 89), 854 (860 f.); *F. Bonke* Die „Causa Griechenland“ (Fn. 91), 493 (504); *W. Frenz/C. Ehlenz* Der Euro ist gefährdet (Fn. 83), 65 (67); *C. Herrmann* Griechische Tragödie – der währungsverfassungsrechtliche Rahmen für die Rettung, den Austritt oder den Ausschluss von überschuldeten Staaten aus der Eurozone, *EuZW* 2010, 413 (415).

²²⁰ Vertiefend dazu *C. Herrmann* Griechische Tragödie (Fn. 219), 413 (415); *C. Calliess* Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht – Eine rechtliche Analyse der Griechenlandhilfe und des Rettungsschirms, *ZEuS* 2011, 213 (239 ff.); *M. Nettesheim* in: Kadelbach (Fn. 92), 32 ff.

unterschiedliche Lösungen vorgeschlagen.²²¹ So sollen etwa freiwillige Hilfen vom Wortlaut des Art. 125 Abs. 1 AEUV nicht erfasst sein.²²² Ebenso wird mit Blick auf Kredite argumentiert, jedenfalls wenn sie nicht von den Mitgliedstaaten selbst, sondern über einen Dritten, konkret die im Rahmen des Rettungsschirms EFSM – pikanterweise als private „Zweckgesellschaft“ – gegründete Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), gewährt werden.²²³ Andere Stimmen erwägen einen „Unionsnotstand“²²⁴ oder aber – solche umstrittenen staatlichen Kategorien vermeidend²²⁵ – eine „teleologische Reduktion“ des Art. 125 Abs. 1 AEUV.²²⁶ An letzteren Gedanken anknüpfend liegt eine Argumentation nahe, die das europäische Solidaritätsprinzip fruchtbar macht und in Anlehnung daran konzeptionelle Lücken im Verhältnis von Art. 122 Abs. 2 und 125 Abs. 1 AEUV füllt sowie – wo dies wie im Falle der Griechenlandhilfe nicht möglich ist – dessen in Art. 4 Abs. 3 EUV niedergelegte prozedurale Dimension, die Unionstreue, in die Auslegung des Art. 125 Abs. 1 AEUV einspeist. Im Rahmen dessen schulden die Mitgliedstaaten nicht Griechenland, sondern dem vertraglichen Ziel der Stabilität in der Eurozone insgesamt Solidarität.²²⁷ Diese ist freilich keine „Einbahnstraße“, so dass die Empfängerstaaten mit Blick auf das vertragliche

²²¹ Ausführlich dazu C. Calliess Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht (Fn. 220), 213 (233 ff.).

²²² Zusammenfassende Darstellung des Streitstandes bzgl. freiwilliger Hilfen bei K. Rohleder/O. Zehnpfund/L. Sinn Maßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität in der Europäischen Union, Ausarbeitungen des Wissenschaftlichen Dienstes des Deutschen Bundestages vom 18.05.2010, WD 11-3000-114/10, 11 ff.; vgl. auch I. Pernice Rettung statt Rausschmiss, FAZ Nr. 71 vom 25.03.2010, 8; J. Wieland Der Rettungsschirm für Irland, NVwZ 2011, 340 (342); R. Bandilla in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.) Das Recht der EU, 44. EL 2011, Art. 125 AEUV, Rn. 10 ff.; K. Faßbender Der europäische „Stabilisierungsmechanismus“ im Lichte von Unionsrecht und deutschem Verfassungsrecht, NVwZ 2010, 799 (800); F. Bonke Die „Causa Griechenland“ (Fn. 91), 493 (505); W. Frenz/C. Ehlenz Der Euro ist gefährdet (Fn. 83), 65 (67); M. Nettesheim in: Kadelbach (Fn. 92), 31 ff.; H. Kube/E. Reimer Grenzen des Europäischen Stabilitätsmechanismus, NJW 2010, 1911 (1913); M. Ruffert Der rechtliche Rahmen für die gegenseitige Nothilfe innerhalb des Euro-Raumes, in: Berliner Online-Beiträge zum Europarecht, 2011, Nr. 64, 3.

²²³ H. Kube/E. Reimer Grenzen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (Fn. 222), 1911 (1913 f.); vgl. auch den privatrechtlichen EFSF Rahmenvertrag zwischen den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes und der EFSFG vom 07.06.2010 (Fn. 218). Die EFSF hat am 25.01.2011 erstmals sehr erfolgreich Anleihen über 5 Milliarden Euro auf dem Markt emittiert, vgl. Glänzendes Anleihedebüt für den Rettungsfonds, FAZ Nr. 21 vom 26.01.2011, 21.

²²⁴ So F. Schorkopf Gestaltung mit Recht – Prägekraft und Selbststand des Rechts in einer Rechtsgemeinschaft, AöR 136 (2011), 323 (341 ff.), der hierin eine Figur sieht, die über vertragliche Regeln hinausreicht und aus dem Wissen um die Begrenztheit des Rechts sowie der eng begrenzten Notwendigkeit des außerrechtlichen Handelns ebenfalls Teil der gemeinsamen Rechtsregeln der Rechtsgemeinschaft sei. Insoweit soll das Motto gelten: „Recht herrscht nicht, es dient“. In den Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung sei, so der Gedanke, die „ungeschriebene Ausnahme eines überrechtlichen europäischen Gemeinwohlvorbehalts – eine *salus publica europea* – hineinzulesen.“ Ähnlich T. Oppermann FS Möschel (Fn. 7), 909 (914); E.-W. Böckenförde Kennt die europäische Not kein Gebot?, in: ders., Wissenschaft, Politik, Verfassungsgericht, 2011, 299 ff.

²²⁵ Vgl. C. Calliess Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht (Fn. 220), 213 (250 ff.).

²²⁶ U. Häde Die europäische Währungsunion in der internationalen Finanzkrise (Fn. 89), 854 (856 f.).

²²⁷ Ausführlich C. Calliess Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht (Fn. 220), 213 (250 ff.).

Ziel der Stabilität ebenfalls loyale Zusammenarbeit in Form von Konsolidierungsmaßnahmen schulden.²²⁸

Im Ergebnis bewegte sich die Politik in dieser unvorhergesehenen Notsituation²²⁹ zwar an den Grenzen des Rechts. Mit ihren Notmaßnahmen haben Politik und Gesetzgeber unter Berücksichtigung ihres Prognosespielraums jedoch in rechtlich vertretbarer Weise von ihrer in der Unionstreue wurzelnden Gewährleistungsverantwortung für die Stabilität des Euro und die EU insgesamt²³⁰ Gebrauch gemacht. Die von Art. 125 Abs. 1 AEUV intendierte Delegation der Verantwortung an die Finanzmärkte wurde nach deren Versagen mit allen – zu Recht kontrovers diskutierten²³¹ – politischen, ökonomischen und rechtlichen Konsequenzen staatlicherseits zurückgeholt. Man könnte den „Bail-Out“ dergestalt auch als Wiedergewinnung des Primats der Politik in einer Situation des Marktversagens interpretieren.

b) *Mit dem permanenten Rettungsschirm auf dem Wege in die „Transferunion“?*

Aufschlussreich ist, dass sich die vorstehende Argumentation im Wortlaut der zukünftigen vertraglichen Ausgestaltung der Gewährung von Nothilfen spiegelt. Wenn ab 2013 der befristete Rettungsschirm des EFSF durch den funktionsgleichen Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgelöst wird,²³² dann wird dieser in einem neuen Art. 136 Abs. 3 AEUV seine Rechtsgrundlage finden.²³³ Mit dieser Regelung werden die

²²⁸ Vgl. C. Calliess Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht (Fn. 220), 213 (273); J. Hey Finanzautonomie und Finanzverflechtungen in gestuften Rechtsordnungen, VVDStRL 66 (2007), 277 (296).

²²⁹ Vgl. P. Ludlow In the last resort. (Fn. 217), 8 ff.

²³⁰ Vgl. Bundeskanzlerin A. Merkel Regierungserklärung vor dem Deutschen Bundestag über die Maßnahmen zur Stabilisierung des Euro vom 19.05.2010, Deutscher Bundestag, Pl.Prot. 17/42, 4125 ff.; dies. Rede anlässlich der Eröffnung des 61. Akademischen Jahres des Europakollegs Brügge vom 02.11.2010, abrufbar unter <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Rede/2010/11/2010-11-02-merkel-bruegge.html> (zuletzt abgerufen am 2.10.2011); dies. Rede im Bundestag vom 07.09.2011, Deutscher Bundestag, Pl.Prot. 17/123, 14467 ff.

²³¹ Vgl. den Überblick C. Calliess Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht (Fn. 220), 213 (256 ff.).

²³² *Europäischer Rat* Schlussfolgerungen von Brüssel, 16./17.12.2010, EUCO 30/10, CO EUR 21, CONCL 5 und Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 24./25.03.2011, EUCO 10/11, CO EUR 6, CONCL 3 (Anlage II).

²³³ Dieser lautet: „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“ Vgl. die Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 16./17.12.2010, EUCO 30/10, CO EUR 21, CONCL 5. Das diesbzgl. vereinfachte Vertragsänderungsverfahren unterliegt derzeit den nationalen Ratifikationsprozessen, nachdem gem. Art. 48 Abs. 6 UAbs. 2 S. 2 EUV alle erforderlichen Institutionen auf europäischer Ebene der Vertragsänderung zugestimmt haben; vgl. *Europäische Kommission*

bisherigen Nothilfen aus ihrer rechtlichen Grauzone herausgeholt und im System der Währungsunion auf eine Legitimationsgrundlage gestellt, die nicht nur ihre Funktion und Konditionalität definiert, sondern ihnen vor allem auch im Hinblick auf das „Bail-Out-Verbot“ eine explizite Legitimation in jenen Ausnahmesituationen verschafft, in denen die Stabilität der gesamten Eurozone durch die systemrelevante Staatsverschuldung eines Mitgliedstaates gefährdet ist. Trotz ESM bleibt es aber dabei, dass das „Bail-Out“-Verbot des Art. 125 AEUV die Regel ist und Finanzhilfen im Rahmen des Art. 136 Abs. 3 AEUV die Ausnahme sind.

Damit wird zugleich deutlich, dass der ESM keineswegs den Einstieg in die vieldiskutierte „Transferunion“ bedeutet.²³⁴ Wenn die Finanzhilfen mit Blick auf eine Stabilitätskrise der Eurozone in jedem Einzelfall einstimmig gewährt werden müssen, sie überdies zeitlich begrenzt und vor allem für den systemrelevanten Empfängerstaat mit Auflagen zur Wiederherstellung einer mit den europarechtlichen Vorgaben im Einklang stehenden Haushaltssituation verbunden sind, dann ist – auch in Übereinstimmung mit den Vorgaben des EFSF-Urteils des BVerfG²³⁵ – gewährleistet, dass keine Form eines föderalen Finanzausgleichs etabliert wird. Ohnehin ist ein solcher, wie der vergleichende Blick in die USA²³⁶ und die Schweiz²³⁷ zeigt, selbst in Bundesstaaten nicht zwingend. Im Staaten- und Verfassungsverbund der EU bleiben dem bündischen Solidaritätsprinzip korrespondierende Finanztransfers damit auf jene Bereiche beschränkt, die von den – parallel zur

Stellungnahme vom 15.02.2011 zum Entwurf des Beschlusses des Europäischen Rates zur Änderung des Artikels 136 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union hinsichtlich eines Stabilitätsmechanismus für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, KOM (2011) 70 endg.; *Europäisches Parlament* Legislative Entschließung vom 23.03.2011 zu dem Entwurf eines Beschlusses des Europäischen Rates zur Änderung des Artikels 136 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union hinsichtlich eines Stabilitätsmechanismus für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, P7_TA-PROV(2011)0103; *European Central Bank* Opinion of 17 March 2011 on a draft European Council Decision amending Article 136 of the Treaty on the Functioning of the European Union with regard to a stability mechanism for Member States whose currency is the euro, CON/2011/24.

²³⁴ Vgl. in der öffentlichen Debatte *L. de Winter* Zurück zur EWG – Ein Plädoyer für die Abschaffung des Euro, *Der Spiegel*, 20/2010, 150; sowie *C. Degenhart* Auf dem Weg zu einer quasi-föderalen Haftungs- und Transfergemeinschaft, *Wirtschaftsdienst* 2011, 374 ff.

²³⁵ BVerfG, NJW 2011, 2946 ff. – EFSF.

²³⁶ *W. Heun* Die bundesstaatliche Finanzverfassung der USA. Die Finanzbeziehungen zwischen Bund und Gliedstaaten in den Vereinigten Staaten von Amerika, *StWStP* 5 (1994), 97 (106); *U. Häde* Die Finanzverfassung der Vereinigten Staaten von Amerika, *ZfZ* 1994, 228 (233).

²³⁷ Vgl. zur Schweiz *A. Jörg* Finanzverfassung und Föderalismus in Deutschland und in der Schweiz, 1998, 221; *M. Reich* Grundzüge der föderalistischen Finanzverfassung, in: *Thürer/Aubert/Müller* (Hrsg.) *Verfassungsrecht der Schweiz*, 2001, 1199 ff.; *U. Häfelein/W. Haller/H. Keller* *Schweizerisches Bundesstaatsrecht*, 7. Aufl. 2008, Rn. 970 ff., 1257; vgl. auch insgesamt zu Deutschland der Schweiz und der USA die Analyse von *H.-J. Blanke* Staatsfinanzen im Föderalismus, *ZaöRV* 65 (2005), 71 ff.

Integrationsvertiefung auszubauenden – Strukturfonds der EU erfasst werden.²³⁸ Das konstatierte Regel-Ausnahmeverhältnis muss sich aber auch in den künftigen Ausführungsbestimmungen zum ESM spiegeln. Um insoweit einen „moral hazard“ in Richtung „Transferunion“ zu vermeiden und Anreize zur Haushaltssanierung aufrechtzuerhalten, sollten Nothilfen nur unter der zusätzlichen Bedingung gewährt werden, dass der betreffende Mitgliedstaat freiwillig den Weg in die Umschuldung unter Beteiligung privater Gläubiger geht, falls er dem vereinbarten Konsolidierungsprogramm nicht nachkommen kann. Soweit dies mit Blick auf die Einführung sog. „Collective Action Clauses“²³⁹ nicht schon erfolgt ist, sollte ein geeigneter verfahrensrechtlicher Rahmen für das sich anschließende Vorgehen geschaffen werden, möglicherweise in einem Protokoll zu den europäischen Verträgen.

2. *Die Maßnahmen zur Stabilisierung des Euro und ihre demokratische Legitimation*

Im Hinblick auf die demokratische Legitimation der Maßnahmen zur Stabilisierung des Euro zeigt sich unter verschiedenen Aspekten ein Ausweichen in die Koordinierung, das man als Distanzierung von der sog. Gemeinschaftsmethode verstehen kann. Ihr Modus²⁴⁰ ist Ausdruck des im EU-Vertrag angelegten „institutionellen Gleichgewichts“²⁴¹ und kann als „Normalfall“ der supranational organisierten europäischen Gesetzgebung, basierend auf der dem europäischen Demokratieprinzip eigenen dualen Legitimation von Europäischem Parlament einerseits sowie Rat und nationalen Parlamenten andererseits (vgl. Art. 10 Abs. 2 EUV)²⁴²,

²³⁸ C. Calliess Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht (Fn. 220), 213 (223 ff., 233 ff.).

²³⁹ Darunter sind Vertragsklauseln in Anleiheverträgen zu verstehen, welche u.a. vorsehen, dass sich ein Anleihegläubiger im Krisenfall des schuldenden Staates einer Mehrheitsentscheidung aller Anleihegläubiger beugt; vgl. C. Mayer Wie nähert man sich einem internationalen Insolvenzverfahren für Staaten?, ZInsO 2005, 454 (462); C. Ohler Der Staatsbankrott, JZ 2005, 590 (598); C. Paulus Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten, RIW 2009, 11 (13 f.); M. Herdegen Der Staatsbankrott: Probleme eines Insolvenzverfahrens und der Umschuldung bei Staatsanleihen, WM 2011, 913 (914); K. v. Lewinski Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, 2011, 483; ausführlich A. Szodruch Staatsinsolvenz und private Gläubiger, 2008, 226 ff.

²⁴⁰ Der begriffliche Ursprung der Gemeinschaftsmethode geht auf die Kommission zurück: *Europäische Kommission* Europäisches Regieren – Ein Weißbuch, 25.07.2001, KOM (2001) 428 endg., 11; vgl. G. Majone Dilemmas of European Integration, The Ambiguities and Pitfalls of Integration by Stealth, 2005, 44. Kennzeichnend für die Gemeinschaftsmethode sind danach das alleinige Initiativrecht der Kommission, qualifizierte Mehrheitsentscheidungen im Rat, die Mitentscheidung des Europäischen Parlaments sowie eine umfassende Rechtskontrolle durch den Europäischen Gerichtshof.

²⁴¹ Vgl. zum institutionellen Gleichgewicht nur die st. Rspr. des Europäischen Gerichtshofs: Rs. 9/56 (Meroni I), Slg. 1958, 1; Rs. 10/56 (Meroni II), Slg. 1958, 51; Rs. 138/79 (Roquette Frères/Rat), Slg. 1980, 3333.

²⁴² Dazu C. Calliess Die neue Europäische Union (Fn. 84), 168 f.; M. Ruffert in: Calliess/Ruffert (Hrsg.) EUV/AEUV, 4. Aufl. 2011, Art. 10 EUV, Rn. 5; M. Nettesheim in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.) Das Recht der Europäischen Union, 41. EL 2010, Art. 10 EUV, Rn. 22; J. v. Achenbach Theoretische Aspekte des dualen

bezeichnet werden.²⁴³ Dieses Konzept soll nach Vorstellungen der Bundeskanzlerin in eine neuartige „Unionsmethode“ eingebunden werden, die von ihr als „[...] Mischung aus Gemeinschaftsmethode und koordinierendem Handeln der Mitgliedstaaten [...]“ definiert wird.²⁴⁴ In der europäischen Integrationsgeschichte hat die Unionsmethode mit ihrem ergänzenden intergouvernementalen Vorgehen allerdings durchaus Tradition.²⁴⁵ Letztere kam insbesondere dann zur Anwendung, wenn die bestehenden europäischen Kompetenzen nicht ausreichten, zugleich aber mit entsprechenden Kompetenztransfers verbundene Vertragsänderungen politisch nicht möglich waren. Das intergouvernementale Vorgehen mag zwar souveränitätsschonend sein, birgt aber beträchtliche demokratische Kosten, von denen nachfolgend die Rede sein soll.²⁴⁶

a) *Die demokratische Legitimation der Rettungsschirme*

Als zwischenstaatliche Vereinbarung der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes bewegen sich EFSF und ESM außerhalb der Gemeinschaftsmethode. Das Europäische Parlament leistet somit keinen Legitimationsbeitrag. Daher ist es nicht nur eine Anforderung des grundgesetzlichen, sondern auch des europäischen Demokratieprinzips (analog des in

Konzepts demokratischer Legitimation für die Europäische Union, in: Vöneky/Hagedorn/Clados/Achenbach (Hrsg.) *Legitimation ethischer Entscheidungen im Recht*, 2009, 191 ff.

²⁴³ J. Bast *Einheit und Differenzierung der Europäischen Verfassung*, in: Becker u.a. (Hrsg.) 45. AssÖR: *Die Europäische Verfassung – Verfassungen in Europa*, 2006, 49 ff.

²⁴⁴ Rede von Bundeskanzlerin A. Merkel vom 02.11.2010 in Brügge (Fn. 230).

²⁴⁵ In Zeiten der integrationspolitischen Stagnation, in der langen Phase von Anfang der Siebziger Jahre bis zur Verabschiedung der Einheitlichen Europäischen Akte (EEA) im Jahre 1986, wurde über die Gipfeltreffen der Staats- und Regierungschefs, seit 1974 institutionalisiert im Europäischen Rat, eine Politik der Koordinierung außerhalb der damaligen EG verfolgt, deren Ergebnisse im Zuge der Vertragsänderungen der EEA über Maastricht bis Lissabon Stück für Stück in die Verträge integriert wurden. Beispiele sind die Umweltpolitik (heute Art. 191 ff. AEUV), die Währungspolitik (heute Art. 127 ff. AEUV) und die Außenpolitik (heute Art. 21 ff. EUV, Art. 205 ff. AEUV) sowie – unter dem Stichwort des „Europas der Bürger“ – die Direktwahl des Europäischen Parlaments (heute Art. 10 ff. EUV, Art. 22 AEUV) und die Ausweitung der Freizügigkeit der Bürger, die in der Unionsbürgerschaft mündete (Art. 20, 21 AEUV); dazu C. Calliess *Die neue Europäische Union* (Fn. 84), 26 ff.

²⁴⁶ So gesehen ist die Unionsmethode auch jetzt der Einsicht geschuldet, dass die Mitgliedstaaten mit dem Vertrag von Lissabon an die politischen Grenzen ihrer Reformfähigkeit geraten zu sein scheinen. Dies gilt auch für jene zu Recht als politisch notwendig eingeschätzten Kompetenzübertragungen, mit denen der „Konstruktionsfehler“ der Währungsunion, das Auseinanderfallen der Zuständigkeiten in europäische Währungspolitik und mitgliedstaatliche Wirtschafts-, Finanz- und Haushaltspolitiken, korrigiert werden soll, vgl. dazu die Rede von Bundeskanzlerin A. Merkel im Bundestag am 07.09.2011, Deutscher Bundestag, Pl.Prot. 17/123, 14467 ff.; ferner Bundesfinanzminister W. Schäuble *Schäuble: EU-Vertragsänderung nötig*, FAZ.net vom 02.09.2011, abrufbar unter <http://www.fazfinance.net/Aktuell/Wirtschaft-und-Konjunktur/Schaeuble-EU-Vertragsaenderung-noetig-2567.html> (zuletzt abgerufen am 1.10.2011); ähnlich P. Steinbrück *Interview „Es war ein Erdbeben“*, *Der Spiegel*, 37/2010, 46.

Art. 10 Abs. 2 EUV zum Ausdruck kommenden dualen Legitimationskonzepts²⁴⁷), dass die nationalen Parlamente den entscheidenden Legitimationsbeitrag leisten. Wenn Europapolitik überdies als europäisierte Innenpolitik verstanden werden muss, dann muss diese Legitimation – wie Art. 23 GG deutlich macht – über den für die Auswärtige Gewalt typischen bloßen Nachvollzug von Entscheidungen der Exekutive hinausgehen.²⁴⁸ Geboten ist insoweit also eine präventive Beteiligung und Zustimmung des Parlaments.

Zunächst einmal sind Bundestag und Bundesrat im Rahmen des Vertragsänderungsverfahrens hinsichtlich des neuen Art. 136 Abs. 3 AEUV, der die Konzeption der Währungsunion durch den ESM dauerhaft ergänzt, mit verfassungsändernder Mehrheit nach Art. 23 Abs. 1 S. 3, 79 Abs. 2 GG iVm § 2 IntVG zu beteiligen.²⁴⁹

Darüber hinaus stellt sich die Frage der demokratischen Legitimation hinsichtlich der Einrichtung von EFSF und ESM einerseits und der konkreten Nothilfemaßnahmen andererseits.

(aa) Die Budgetverantwortung des Bundestages

In diesem Kontext formulierte das BVerfG in seinem EFSF-Urteil²⁵⁰ eine Budgetverantwortung des Bundestages, die einerseits der im Lissabon-Urteil²⁵¹ entwickelten Integrationsverantwortung korrespondiert, andererseits aber an die ebendort definierten, vielfach kritisierten identitätsbestimmenden und damit weitgehend „europafesten“ Staatsaufgaben²⁵² anknüpft. Aus dieser folge ein Prinzip der dauerhaften Haushaltsautonomie, dem der Bundestag nur durch inhaltlich hinreichend bestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen, die seiner fortdauernden Einflussnahme unterliegen, gerecht werden kann.

²⁴⁷ C. Calliess Die neue Europäische Union (Fn. 84), 168 f.; M. Ruffert in: Calliess/Ruffert (Fn. 242), Art. 10 EUV, Rn. 5; M. Nettesheim in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Fn. 242), Art. 10 EUV, Rn. 22.

²⁴⁸ Dazu C. Calliess HStR IV, 2006, § 83, Rn. 12 ff., 46.

²⁴⁹ Ausführlich C. Calliess Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht (Fn. 220), 213 (278 f.); U. Hufeld Zwischen Notrettung und Rütlichswur: der Umbau der Wirtschafts- und Währungsunion in der Krise, Integration 2011, 117 (127).

²⁵⁰ BVerfG, NJW 2011, 2946 ff. – EFSF.

²⁵¹ BVerfGE 123, 267 – Vertrag von Lissabon.

²⁵² Zu Recht kritisch K. Dingemans Die „Staatsaufgabenlehre“ des BVerfG als demokratisches Erfordernis?, in: C. Calliess/K.-H. Paqué (Hrsg.) Deutschland in der Europäischen Union im kommenden Jahrzehnt – Kreativität und Innovationskraft: Neue Impulse für Staat, Markt und Zivilgesellschaft, 2010, 73 ff.; D. Halberstam/C. Möllers The German Constitutional Court says „Ja zu Deutschland!“, GLJ 10 (2009), 1241 (1249 ff.); C. Schönberger Lisbon in Karlsruhe: Maastricht's Epigones At Sea, GLJ 10 (2009), 1201 (1205 ff.).

Im Zuge dessen sei § 1 Abs. 4 S. 1 StabMechG²⁵³ verfassungskonform dahingehend auszulegen, dass die Bundesregierung grundsätzlich verpflichtet ist, vor Übernahme von finanziellen Gewährleistungen im Rahmen des EFSF jeweils die vorherige Zustimmung des Haushaltsausschusses einzuholen.²⁵⁴ Auch wenn das Urteil bereits hiermit an der Wortlautgrenze der verfassungskonformen Auslegung arbeitet,²⁵⁵ ist es doch überraschend, dass es nicht unter bestimmten Voraussetzungen eine Entscheidung des Plenums einfordert. Allerdings führt das BVerfG insoweit an anderer Stelle des Urteils zu Recht aus, dass jede ausgabenwirksame solidarische Hilfsmaßnahme des Bundes größeren Umfangs im internationalen oder unionalen Bereich vom Bundestag im Einzelnen bewilligt werden müsse und ein hinreichender parlamentarischer Einfluss auch bei der Art und Weise des Umgangs mit den zur Verfügung gestellten Mitteln zu sichern sei.²⁵⁶

(bb) Die Beteiligungsrechte des Gesetzgebers

Im Lichte dieser im Ergebnis überzeugenden Überlegungen des BVerfG sollten sowohl die grundlegende Entscheidung, ob und unter welchen Bedingungen ein Staat Hilfen aus dem Rettungsschirm erhalten kann, als auch alle weiteren wesentlichen Entscheidungen hinsichtlich der Nothilfen im Plenum und nicht in einem Ausschuss gefällt werden. Vor diesem Hintergrund ist die in § 3 Abs. 3 des neuen EFSF-Gesetzes²⁵⁷ vorgesehene Regelung, wonach ein neunköpfiges Sondergremium aus Mitgliedern des Haushaltsausschusses in eiligen und vertraulichen Fällen entscheiden soll, nicht unproblematisch, wenn mit ihr das Regel (Plenum) - Ausnahme (Neunergremium) - Verhältnis umgekehrt wird. Entscheidend ist, dass die Bundesregierung in der Pflicht bleibt, den Bundestag zu überzeugen. Nur so kann sie ihrer Europapolitik durch öffentliche Debatten eine gesteigerte demokratische Legitimation verschaffen. Allein Routinefragen zur Auszahlung einzelner Tranchen können danach im Haushaltsausschuss entschieden werden, die Befassung des Neunergremiums darf nur in eng umgrenzten Ausnahmefällen möglich sein. Angesichts der Komplexität der Materie würde

²⁵³ Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus vom 22.05.2010, BGBl. I 2010, 627.

²⁵⁴ BVerfG, NJW 2011, 2946 (2953) – EFSF.

²⁵⁵ Vgl. zu den Grenzen der verfassungskonformen Auslegung K. Hesse Grundzüge des Verfassungsrechts der Bundesrepublik Deutschland, 20. Aufl. 1995, Rn. 80 ff.; K. Schlaich/S. Korioth Das Bundesverfassungsgericht, 8. Aufl. 2010, Rn. 449 ff.

²⁵⁶ BVerfG, NJW 2011, 2946 (2950 f.) – EFSF.

²⁵⁷ Gesetz zur Änderung des Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus vom 09.10.2011, BGBl. I 2011, 1992.

sich insoweit überdies ein neuer „Stabilitätsausschuss“ empfehlen, der sich nicht nur aus Mitgliedern des Haushalts-, sondern auch des Europa- und Rechtsausschusses zusammensetzt.

Indem das BVerfG sein Ergebnis jedoch allein aus dem Demokratieprinzip herleitet, bleibt dessen normative Anbindung – ähnlich wie schon im Lissabon-Urteil diejenige des an sich überzeugenden Begriffs der Integrationsverantwortung²⁵⁸ – mit Blick auf die Regeln über die Auswärtige Gewalt²⁵⁹, insbesondere aber mit Blick auf Art. 23 GG unklar. So richtig die materielle Anknüpfung beim Budgetrecht ist, so naheliegend wäre es doch gerade mit Blick auf den zukünftigen ESM auch gewesen, die Beteiligungsrechte des Bundestages analog den grundgesetzlichen Vorgaben des Europaartikels²⁶⁰ zu konstruieren.²⁶¹ Die institutionelle und materielle Verzahnung von EFSF und Währungsunion, die sich für den ESM explizit in Art. 136 Abs. 3 AEUV Ausdruck verschafft, spricht im Ergebnis dafür, ihre Einrichtung und Tätigkeit als „Angelegenheit der EU“ im Sinne von Art. 23 Abs. 2 GG zu begreifen. In der Folge hat der Bundestag – aber auch der im EFSF-Urteil unerwähnt gebliebene Bundesrat – gemäß Art. 23 Abs. 2 S. 2 GG einen umfassenden Anspruch auf Information durch die Bundesregierung.²⁶² Insbesondere aber sollten die Beteiligungsrechte des Art. 23 Abs. 3-5 GG samt ihrer Konkretisierungen in den Begleitgesetzen zumindest analog auf die Einrichtung und die Durchführungsmaßnahmen im Rahmen der Rettungsschirme angewendet werden. In

²⁵⁸ Ebenso wie im Lissabon-Urteil für die Integrationsverantwortung kein eindeutiger, über das Demokratieprinzip hinausgehender verfassungsrechtlicher Bezugspunkt benannt wird, fehlt es auch im Euro-Urteil für die Budgetverantwortung an einem solchen; eingehende Kritik insoweit am Lissabon-Urteil bei *M. Jestaedt* Warum in die Ferne schweifen, wenn der Maßstab liegt so nah? Verfassungshandwerkliche Anfragen an das Lissabon-Urteil des BVerfG, *Der Staat* 48 (2009), 497 (507 ff.); krit. auch *C. Classen* Legitime Stärkung des Bundestages oder verfassungsrechtliches Prokrustesbett? Zum Urteil des BVerfG zum Vertrag von Lissabon, *JZ* 2009, 881 (884 f.); *C. Calliess* Nach dem Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgerichts: Parlamentarische Integrationsverantwortung auf europäischer und nationaler Ebene, *ZG* 2010, 1 ff.

²⁵⁹ Vgl. hierzu *R. Wolfrum* Kontrolle der auswärtigen Gewalt, *VVDStRL* 56 (1997), 38 (43); *C. Calliess* HStR IV, 2006, § 83, Rn. 35 ff.

²⁶⁰ Dazu *C. Calliess* Nach dem Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgerichts (Fn. 258), 1 (18 ff.).

²⁶¹ Vgl. für die Beteiligung iRd EFSF *C. Calliess* Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestages vom 19.09.2011 zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus (BT-Drs. 17/6916) und zum Antrag der Fraktionen der CDU/CSU und FDP (BT-Drs. 17/6945).

²⁶² Nach hM ist der Umfang des Informationsanspruchs identisch, vgl. *R. Scholz* in: *Maunz/Dürig* (Hrsg.) Grundgesetz, 56. EL 2009, Art. 23, Rn. 164; *R. Streinz* in: *Sachs* (Hrsg.) Grundgesetz, 5. Aufl. 2009, Art. 23, Rn. 102; aA mit Blick auf § 2 EuZBLG *C. D. Classen* in: *v. Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.) Grundgesetz, Band II, 6. Aufl. 2010, Art. 23, Rn. 76. Entgegen *R. Scholz* ebd., Rn. 157 und *M. Brenner* Das Gesetz über die Zusammenarbeit von Bundesregierung und Deutschem Bundestag in Angelegenheiten der Europäischen Union, *ThürVBl.* 1993, 196 (200) findet dieser Informationsanspruch keine Grenze im sog. Kernbereich exekutiver Eigenverantwortung. Dies entspräche nicht dem Verhältnis kooperativer Zusammenarbeit von Parlament und Regierung in Angelegenheiten der Europäischen Union; vgl. dazu *S. Hansmeyer* Die Mitwirkung des deutschen Bundestages an der europäischen Rechtsetzung, 2001, 136; *M. Fuchs* Art. 23 GG in der Bewährung, *DÖV* 2001, 233 (235 f.).

diesem Rahmen ist sodann die Budgetverantwortung, insbesondere Art. 115 GG, zu berücksichtigen, mit der Folge, dass dem Bundestag ein vorheriges Zustimmungsrecht zukommt.

b) Die demokratische Legitimation der sog. „Wirtschaftsregierung“: Die Sackgasse der Koordinierung

Betrachtet man das Auseinanderfallen der Zuständigkeiten in Währungs- und Wirtschaftsfragen als „Konstruktionsfehler“, so setzt dort der Vorschlag einer „Europäischen Wirtschaftsregierung“ an.²⁶³ Damit ist allerdings derzeit keine über die sog. „Euro-Gruppe“ (vgl. Art. 137 AEUV) hinausgehende institutionelle Neuordnung der Union verbunden.²⁶⁴ Vielmehr geht es rechtlich betrachtet nur um eine Flankierung der Währungsunion im Bereich der Wirtschafts- und Finanzpolitik durch sekundärrechtliche Maßnahmen.²⁶⁵ Insoweit ist daher treffender auch von „Economic Governance“ die Rede.²⁶⁶

Hauptinstrument im Rahmen des insoweit relevanten „Euro Plus Pakts“ und der „Strategie Europa 2020“ samt Europäischem Semester²⁶⁷ ist die Methode der Koordinierung²⁶⁸, die

²⁶³ Diese Idee thematisieren mitunter kritisch R. Bieber FS Scheuing, 2011, 493 ff.; M. Ruffert Überlegungen zur Finanzmarktkrise (Fn. 143), 2093 (2097); W. Frenz/C. Ehlenz. Schuldenkrise und Grenzen der europäischen Wirtschaftspolitik, EWS 2010, 211 (214 f.).

²⁶⁴ Vgl. insoweit die politischen Ambitionen in den Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 24./25.03.2011, EUCO 10/11, CO EUR 6, CONCL 3 sowie in den Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 23./24.06.2011, EUCO 23/11, CO EUR 14, CONCL 4.

²⁶⁵ Vgl. die Reformbemühungen in den Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 24./25.03.2011, EUCO 10/11, CO EUR 6, CONCL 3; dazu allgemein N. Horn Die Reform der Europäischen Währungsunion und die Zukunft des Euro, NJW 2011, 1398 ff.; wichtigstes Element ist insoweit die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, vgl. dazu C. Ohler Die zweite Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, ZG 2010, 330 ff.; U. Häde Rechtsfragen der EU-Rettungsschirme, ZG 2011, 1 (22 ff.); aber auch die Strategie „Europa 2020“ kann in diesem Kontext genannt werden; zu dieser aus politikwissenschaftlicher Sicht P. Becker Integration ohne Plan – Die neue EU-Wachstumsstrategie „Europa 2020“, ZPol 21 (2011), 67 ff.

²⁶⁶ Dazu R. Bieber FS Scheuing (Fn. 263), 493 ff.; ferner C. Ladenburger Anmerkungen zu Kompetenzordnung und Subsidiarität nach dem Vertrag von Lissabon, ZEuS 2011, 389 (404); C. Ohler Finanzkrisen als Herausforderung (Fn. 6), 1061 (1065) spricht von „aufsichtspolitischer Steuerung durch die Verwaltung“.

²⁶⁷ Der „Euro-Plus-Pakt“ ist in den Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 24./25.03.2011, EUCO 10/11, CO EUR 6, CONCL 3 (Anlage I) festgehalten; vgl. dazu D. Gros/C. Alcidi Was bringt der „Euro-Plus-Pakt“?, Integration 2011, 164 ff. Die Strategie „Europa 2020“ sowie das „Europäische Semester“ gehen auf die *Europäische Kommission* zurück: Mitteilung der Kommission vom 03.03.2010, KOM (2010) 2020 endg.; Mitteilung der Kommission vom 12.05.2010, KOM (2010) 250 endg. Sie wurden in den Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 17.06.2010, EUCO 13/10, CO EUR 9, CONCL 2 bestätigt; vgl. zur Strategie „Europa 2020“ auch das integrierte Leitlinienpaket, bestehend aus den Grundzügen der Wirtschaftspolitik (Leitlinien 1 bis 6), (ABl. 2010 Nr. L 191, 28) und den beschäftigungspolitischen Leitlinien (Leitlinien 7 bis 10), (ABl. 2010 Nr. L 308, 46) sowie zum Ablauf des 2011 erstmals durchgeführten Europäischen Semesters den Jahreswachstumsbericht der *Europäischen Kommission*: Mitteilung der Kommission vom 12.01.2011,

typischerweise²⁶⁹ Bereiche betrifft, die im Schwerpunkt in die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten fallen.²⁷⁰ Ihr stark politischer Charakter gepaart mit den schwachen Kompetenzen der EU hat zur Folge, dass der Europäische Rat die Agenda setzt²⁷¹ und die Mitgliedstaaten die entscheidenden Akteure sind.²⁷² Neben diese Form der vertraglich vorgesehenen Koordinierung trat im Zuge der Schuldenkrise überdies noch eine weitere Form der rein intergouvernementalen Koordinierung, die sich aus kompetentiellen Gründen gänzlich außerhalb der Verträge bewegt. Wenn dies als dauerhafte Abkehr von der Gemeinschaftsmethode hin zur „Unionsmethode“ zu deuten sein sollte, dann besteht insoweit ein bedenkliches Demokratiedefizit. Denn im intergouvernementalen Rahmen ist das Europäische Parlament nicht beteiligt, während die Gesetzgebung der nationalen Parlamente auf jenen für die Auswärtige Gewalt typischen automatischen Nachvollzug reduziert wird.

KOM (2011) 11 endg. und die Kommissionsempfehlungen: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen vom 07.06.2011, KOM (2011) 400 endg.; umfassend zum Verfahren *P. Becker* Integration ohne Plan (Fn. 265), 67 ff.

²⁶⁸ Bereits der 1957 in Rom unterzeichnete „Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft“ sah in seinem Art. 105 vor, dass die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik koordinieren. Das mit der Wirtschaftspolitik als Koordinierungsgegenstand verbundene Begriffsverständnis hat sich mit der Zeit freilich gewandelt; vgl. zur damaligen schwierigen Abgrenzung zur Konjunkturpolitik i. S. d. Art. 103 EWGV: *H. P. Ipsen* Gemeinschaftsrecht (Fn. 18), § 44/5; *U. Everling* Die Koordinierung der Wirtschaftspolitik in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft als Rechtsproblem, 1964, in: ders., Das Europäische Gemeinschaftsrecht im Spannungsfeld von Politik und Wirtschaft. Ausgewählte Aufsätze 1964-1984, 1985, 199 (220 ff.); sowie zum heutigen Begriffsverständnis: *U. Häde* in: Calliess/Ruffert (Fn. 85), Art. 119 AEUV, Rn. 3 ff.; *M. Schulze-Steinen* Rechtsfragen (Fn. 83), 51 ff., auch zur Entwicklung seit dem EWGV.

²⁶⁹ Die Koordinierung ist Konsequenz der mit dem Vertrag von Maastricht getroffenen Entscheidung, der europäischen Währungspolitik keine umfassende wirtschaftspolitische Gemeinschafts- bzw. Unionskompetenz an die Seite zu stellen, vgl. *U. Häde* in: Calliess/Ruffert (Fn. 85), Art. 119 AEUV, Rn. 17; *ders.* Die Wirtschafts- und Währungsunion im Vertrag von Lissabon, *EuR* 2009, 200 (202); *M. Nettesheim* in: Kadelbach (Fn. 92), 31 ff.

²⁷⁰ *H. P. Ipsen* Gemeinschaftsrecht (Fn. 18), § 44/7; *H. R. Krämer* Formen und Methoden der internationalen wirtschaftlichen Integration. Versuch einer Systematik, 1969, 59 f.

²⁷¹ Vgl. paradigmatisch für den Erlass der wirtschaftspolitischen Grundzüge gem. Art. 121 Abs. 2 AEUV: *R. Bandilla* in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Fn. 222), Art. 121 AEUV, Rn. 10 ff. Zwar verabschiedet formell der Ministerrat die Grundzüge, letztlich ist jedoch der Europäische Rat die politisch entscheidende Institution, da es ausgeschlossen sein dürfte, dass die Minister Vorarbeiten „ihrer“ Staats- und Regierungschefs nicht umsetzen werden, vgl. *M. Schulze-Steinen* Rechtsfragen (Fn. 83), 149 f.; sowie *B. Martenczuk* Der Europäische Rat und die Wirtschafts- und Währungsunion, *EuR* 1998, 151 (175).

²⁷² *Kritsch J. Habermas*, Ein Pakt für weuropa, in: U Guérot/J. Hénard (Hrsg.), Was denkt Deutschland, 2011, 3 (4 ff.). Rechtlich sind die Mitgliedstaaten in ihrer Entscheidungsfreiheit nicht determiniert, da selbst die Grundzüge der Wirtschaftspolitik nach Art. 121 Abs. 2 UAbs. 3 AEUV in Form einer aus der Sicht der Mitgliedstaaten, kompetenzschonenden, weil unverbindlichen Empfehlung i.S.v. Art. 288 Abs. 5 AEUV erlassen werden.

3. *Risikovorsorge durch nachhaltige Haushaltspolitik in Deutschland und der EU*

a) *Rechtliche Vorgaben in Form von Schuldenbremse und Stabilitätskriterien*

Zur Vermeidung systemischer Risiken für die Finanzmarktstabilität gebietet das Vorsorgeprinzip vor allem auch eine nachhaltige Haushalts- und Finanzpolitik in den Mitgliedstaaten der EU samt europäischer Kontrolle. Der Bezug dieser Politiken zur (Ressourcen-) Vorsorge respektive Nachhaltigkeit²⁷³ kristallisiert sich zuvorderst in der Frage nach dem zulässigen Ausmaß der Staatsverschuldung heraus.²⁷⁴ Die diesbezügliche Verantwortung des (Haushalts-) Gesetzgebers wird verfassungsrechtlich gebunden: Neben der Bindung an Art. 126 AEUV und dem Stabilitätspakt,²⁷⁵ konkret die in einem Protokoll festgehaltenen Referenzwerte für laufendes Defizit und Schuldenstand, die sog. Maastricht-Kriterien,²⁷⁶ sind die Regelungen in den Art. 109 und 115 GG Kernstück der finanzverfassungsrechtlichen Bestimmungen Deutschlands zur Staatsverschuldung. Nachdem sich die alte Regelung als unzureichend erwiesen hatte,²⁷⁷ wurde nach Schweizer Vorbild²⁷⁸

²⁷³ Zieht man insoweit wiederum Rückschlüsse aus dem Umweltrecht, so wird deutlich, dass das Vorsorgeprinzip in enger Beziehung zum Nachhaltigkeitsprinzip steht, insbesondere im Bereich der sog. Ressourcenvorsorge besteht insoweit eine gemeinsame Schnittmenge. Das Nachhaltigkeitsprinzip strebt ganz allgemein Langzeitverantwortung und Generationengerechtigkeit an; vgl. dazu *E. Rehlinger* in: *Hansmann/Sellner* (Hrsg.) *Grundzüge des Umweltrechts*, 3. Aufl. 2007, 159 ff.; *C. Calliess* *Rechtsstaat und Umweltstaat* (Fn. 17), 177.

²⁷⁴ Vgl. *M. Möstl* *Nachhaltigkeit und Haushaltsrecht*, in: *Kahl* (Hrsg.) *Nachhaltigkeit als Verbundbegriff*, 2008, 569 (574 ff.); *C. Ohler* in: *Kahl* (Fn. 10), 208 (223 ff.).

²⁷⁵ *C. Ohler* *Finanzkrisen als Herausforderung* (Fn. 6), 1061 (1067); *U. Häde* *Haushaltsdisziplin und Solidarität* (Fn. 83), 399 (399); *K. v. Lewinski* (Fn. 239), 483; *M. Potacs/C. Mayer* *EU-rechtliche Rahmenbedingungen der Staateninsolvenz*, in: *Kodek/Reinisch* (Hrsg.) *Staateninsolvenz*, 2011, 105 (111 f.); *F. Amtenbrink/J. de Haan* *Economic Governance in the European Union: Fiscal policy discipline versus flexibility*, *CMLRev.* 40 (2003), 1075 (1086 ff.); ausführlich *C. Konow* *Stabilitäts- und Wachstumspakt* (Fn. 88), 55 ff., 77 ff.

²⁷⁶ Ausführlich dazu *U. Häde* in: *Calliess/Ruffert* (Fn. 85), Art. 126 AEUV, Rn. 24 ff.; *H. J. Hahn/U. Häde* *Währungsrecht*, 2. Aufl. 2010, § 15, Rn. 1 ff., § 27, Rn. 9 ff.

²⁷⁷ Vgl. dazu ausführlich *C. Gröpl* *Haushaltsrecht und Reform*, 2001, 442 ff.; *C. Ryczewski* *Die Schuldenbremse im Grundgesetz*, 2011, 26 ff.; sowie *H. Pünder* *HStR V*, 2007, § 123, Rn. 80 ff.; *J. Wieland* *Staatsverschuldung als Herausforderung für die Finanzverfassung*, *JZ* 2006, 751 ff.; *B. Scholl* *Die Neuregelung der Verschuldungsregeln von Bund und Ländern in den Art. 109 und 115 GG*, *DÖV* 2010, 160 (163 f.); *C. Mayer* *Greift die neue Schuldenbremse?*, *AöR* 136 (2011), 266 (267 f.); *W. Höfling* *Haushalts- und Finanzverfassung in der Krise. Steuerungsschwächen, Fehlanreize, Reformoptionen*, *Der Staat* 46 (2007), 163 ff.

²⁷⁸ Eine Übernahme des Schweizer Modells wurde schon lange befürwortet. So bereits der *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* *Staatsverschuldung wirksam begrenzen – Expertise im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie*, 2007, 92 ff.; ebenso die fast einhellige Meinung in der Literatur, vgl. *A. Glaser* *Begrenzung der Staatsverschuldung durch die Verfassung*, *DÖV* 2007, 98 (106); *ders.* *Nachhaltige Entwicklung und Demokratie*, 2006, 364; *W. Kahl* *Staatsziel Nachhaltigkeit und Generationengerechtigkeit*, *DÖV* 2009, 2 (10); *D. Engels/D. Hugo* *Verschuldung des Bundes und rechtliche Schuldengrenzen*, *DÖV* 2007, 445 (456); wohl auch: *M. Möstl* in: *Kahl* (Fn. 274), 569 (588 f.).

durch Verfassungsänderung²⁷⁹ in den Art. 109 Abs. 3 und 115 Abs. 2 GG eine sog. Schuldenbremse eingeführt,²⁸⁰ deren Wirkung zukünftig durch den Druck der Rating-Agenturen und Finanzmärkte verstärkt, wenn nicht übertroffen werden wird.

b) Reformvorschläge für eine nachhaltige Haushaltspolitik in der Eurozone

Mit dem derzeitigen Auseinanderfallen der Zuständigkeiten in europäische Währungspolitik und mitgliedstaatliche Wirtschaftspolitik sind vielfältige ökonomische Konsequenzen verbunden, die ursächlich für die Krise in der Eurozone sind.²⁸¹ Angesichts der europäischen Zuständigkeit für die Währungspolitik haben die Eurostaaten – abgesehen von einer sparsameren Haushaltspolitik, die erst in einer langfristigen Perspektive wirksam wird – einerseits nur noch eingeschränkte Abhilfemöglichkeiten, wenn die Wirtschafts- und Haushaltslage angespannter wird.²⁸² Andererseits haben sie einen zu geringen Anreiz, eine solide Finanzpolitik präventiv zu verfolgen. Nicht zuletzt weil die Verträge auf eine Regelung zur geordneten Staateninsolvenz mit Umschuldungsmaßnahmen ebenso wie auf die Androhung eines Ausschlusses aus der Währungsunion verzichten,²⁸³ haben – neben den Finanzmärkten – auch sich verschuldende Eurostaaten nie wirklich an die „No-Bail-Out-Klausel“ des Art. 125 Abs. 1 AEUV geglaubt und auf „Rettung“ gesetzt. Überdies zielen die geltenden Verschuldungsregeln allein auf die Eindämmung des jährlichen Haushaltsdefizits ab, so dass die mit der Entwicklung und Höhe der Staatsverschuldung einhergehenden systemischen Risiken, insbesondere wenn es um die mit Staatsanleihen verbundene

²⁷⁹ BGBl. I 2009, 2248.

²⁸⁰ Zum Reformbedarf bereits BVerfGE 119, 96 (137 ff.) – Staatsverschuldung (Bundeshaushalt 2004). Eine strukturelle Neuverschuldung ist nach neuer Rechtslage nur noch dem Bund in Höhe von 0,35 % des BIP gestattet, Art. 109 Abs. 3 S. 4, Art. 115 Abs. 2 GG, nicht aber den Ländern: Für sie gilt der Grundsatz eines ausgeglichenen Haushalts absolut, Art. 109 Abs. 3 S. 1 GG. Allerdings erlaubt S. 2 einerseits Abweichungen zum Ausgleich konjunkturbedingter Defizite in Phasen des Abschwungs, verbunden mit der Verpflichtung zum symmetrischen Abbau in Hochphasen, andererseits zur Abwehr von außergewöhnlichen, der Kontrolle des Staates entzogenen Notsituationen, die den Haushalt erheblich beeinträchtigen; umfassend dazu: *S. Koriath* Das neue Staatsschuldenrecht – zur zweiten Stufe der Föderalismusreform, *JZ* 2009, 729 ff.; *C. Seiler* Konsolidierung der Staatsfinanzen mithilfe der neuen Schuldenregel, *JZ* 2009, 721 ff.; *C. Lenz/E. Burgbacher* Die neue Schuldenbremse im Grundgesetz, *NJW* 2009, 2561 ff.

²⁸¹ Instruktiv dazu *H. Enderlein* Krise im Euro-Raum (Fn. 87), 7 ff.

²⁸² Dazu im föderalen Vergleich *H. Enderlein* Krise im Euro-Raum (Fn. 87), 7 (10); vgl. auch *W. Frenz/C. Ehlenz* Der Euro ist gefährdet (Fn. 83), 65 (66); *M. Seidel* Aktuelle Probleme der europäischen Währungsunion, *Integration* 2010, 334 (335); *C. Herrmann* in: v. Lewinski (Fn. 10), 29 (31 f.).

²⁸³ *M. Seidel* Der Euro (Fn. 83), 24; *K. v. Lewinski* Öffentlichrechtliche Insolvenz (Fn. 239), 450; *C. Herrmann* Griechische Tragödie (Fn. 219), 413 (416 f.); *M. Herdegen* Die Währungsunion als dauerhafte Rechtsgemeinschaft – Ausstiegsszenarien aus rechtlicher Perspektive, *EWU-Monitor* Nr. 52 (1998), 3; *D. Meyer* Währungsdesintegration in der EURO-Zone. Staatsbankrott und Inflation als zwei Szenarien infolge der Finanzmarktkrise, *Jahrbuch für Regionalwissenschaft* 30 (2010), 45 (65).

Abhängigkeit von den Finanzmärkten geht,²⁸⁴ nicht hinreichend abgebildet werden.²⁸⁵ Und schließlich wurden Verstöße gegen die Stabilitätskriterien nicht wirksam kontrolliert und sanktioniert, da das Verfahren zu ihrer Überwachung (Art. 126 Abs. 6 AEUV)²⁸⁶ unter einem Anwendungsdefizit dergestalt leidet, dass die Beschlusskompetenz über das Vorliegen eines übermäßigen Haushaltsdefizits und entsprechende Sanktionen im Ermessen des Rats liegt, in welchem freilich die „potentiellen Sünder“ über die „aktuellen Sünder“ zu entscheiden haben.²⁸⁷

Künftig wird die Haushaltsdisziplin in den Mitgliedstaaten durch ein detailreiches und entsprechend komplexes Bündel sekundärrechtlicher Reformen gestärkt.²⁸⁸ Dieses sog. „Legislativpaket“ (auch Six Pack genannt) bewegt sich freilich schon jetzt teilweise an den Grenzen der geltenden Kompetenzordnung.²⁸⁹ Die Basis bilden durch europäische Mindestvorgaben nunmehr auch qualitativ abgesicherte Haushaltsdaten und -prognosen.²⁹⁰ Darauf aufbauend soll ein neuer „Grundsatz vorsichtiger Haushaltspolitik“²⁹¹ bereits präventiv dafür Sorge tragen, dass unerwartete Mehreinnahmen tatsächlich zum Schuldenabbau verwendet werden. Ergänzend wird im Rahmen des Defizitverfahrens ganz im Sinne der

²⁸⁴ H. Enderlein Krise im Euro-Raum (Fn. 87), 7 (10 f.); diesbzgl. sind qualitative Kriterien, die zusätzlich weitere Faktoren berücksichtigen und politisch gewichten, für die einschlägigen Risikomodelle heranzuziehen, dazu C. Ohler in: Kahl (Fn. 10), 208 (224 f.).

²⁸⁵ Insoweit ist es unzureichend, wenn die Grenzen der Verschuldung auf nationaler wie europäischer Ebene im Wesentlichen anhand eines Prozentsatzes des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und damit rein quantitativ bestimmt werden; ausführlich C. Ohler in: Kahl (Fn. 10), 208 (223 f.); H. Krämer Der Konstruktionsfehler des Euro-Stabilitätspaktes, Wirtschaftsdienst 2010, 379 ff.

²⁸⁶ Die Mitgliedstaaten, allen voran Deutschland und Frankreich, haben den Stabilitätspakt im Jahr 2005 überdies auch noch nach ihren Vorstellungen angepasst und damit geschwächt; vgl. dazu R. Streinz/C. Ohler/C. Herrmann Totgesagte leben länger – oder doch nicht? Der Stabilitäts- und Wachstumspakt nach dem Beschluss des Rates vom 25. 11. 2003 über das Ruhen der Defizitverfahren gegen Frankreich und Deutschland, NJW 2004, 1553 ff.; A. Hatje, Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (Fn. 93), 597 ff.

²⁸⁷ So die Formulierung von M. Kühl/R. Ohr Exzessive Staatsdefizite – die Achillesverse der Europäischen Währungsunion, ifo Schnelldienst 4/2010, 20 (22).

²⁸⁸ Vgl. die in den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates von Brüssel, 24./25.03.2011, EUCO 10/11, CO EUR 6, CONCL 3 genannten Maßnahmen; dazu der Überblick von N. Horn Die Reform der Europäischen Währungsunion (Fn. 265), 1398 ff.

²⁸⁹ Dazu C. Ladenburger Anmerkungen zu Kompetenzordnung und Subsidiarität (Fn. 266), 389 (404); R. Bieber FS Scheuing (Fn. 263), 493 (504 ff.); C. Ohler Stabilitäts- und Wachstumspakt (Fn. 265), 330 ff.; M. Ruffert Der rechtliche Rahmen für die gegenseitige Nothilfe (Fn. 222), 16 ff.; U. Häde EU-Rettungsschirme (Fn. 265), 1 (22 ff.); U. Häde Art. 136 AEUV – eine neue Generalklausel für die Wirtschafts- und Währungsunion?, JZ 2011, 333 ff.

²⁹⁰ Europäische Kommission Art. 3 und 4 des Vorschlages vom 29.9.2010 für eine Richtlinie des Rates über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten, KOM (2010) 523 endg.

²⁹¹ Europäische Kommission Art. 5 Abs. 1, Art. 9 Abs. 1 des Vorschlages vom 29.9.2010 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken, KOM (2010) 526 endg.

Nachhaltigkeit nicht nur das Schuldenstandkriterium aufgewertet,²⁹² sondern auch dem Anwendungsdefizit des Stabilitäts- und Wachstumspaktes durch strengere Sanktionen,²⁹³ die zwar nicht voll, aber doch immerhin halbautomatisch in sog. „umgekehrter Abstimmung“ im Rat zu beschließen sind,²⁹⁴ abgeholfen. Darüber hinaus verpflichtet eine Richtlinie die Mitgliedstaaten zur Einführung numerischer Haushaltsregeln,²⁹⁵ also von Schuldenbremsen nach grundgesetzlichem Vorbild. Im Rahmen der notwendigen Risikovorsorge erweitert das sog. „Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht“²⁹⁶ den Blick auf makroökonomische Risiken.²⁹⁷ Ergänzend soll im Rahmen eines sog. Europäischen Semesters²⁹⁸ eine präventive Koordinierung der nationalen Haushaltspolitiken auf europäischer Ebene erfolgen: Bevor in den Mitgliedstaaten endgültige Haushaltsentscheidungen für das Folgejahr getroffen werden, ist deren Vereinbarkeit mit europäischen Vorgaben künftig durch Kommission²⁹⁹ und Rat zu evaluieren.³⁰⁰

²⁹² *Europäische Kommission* Art. 2 des Vorschlages vom 29.9.2010 für eine Verordnung des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1467/97 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, KOM (2010) 522 endg.; sowie *U. Häde* EU-Rettungsschirme (Fn. 265), 1 (22); *C. Ohler* Stabilitäts- und Wachstumspakt (Fn. 265), 330 (340); *R. Bieber* FS Scheuing (Fn. 263), 493 (504 ff.); zur primärrechtlichen Gleichrangigkeit der beiden Referenzwerte *B. Kempen* in: Streinz (Hrsg.) EUV/EGV, 2003, Art. 104 EGV, Rn. 16; *N. Gumboldt* Europäisches Gemeinschaftsrecht als nachhaltige Verschuldungsbremse?, DÖV 2005, 499 (506).

²⁹³ So sieht beispielsweise *Europäische Kommission* Art. 11 des Vorschlages vom 29.9.2010 für eine Verordnung des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1467/97 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, KOM (2010) 522 endg. auf der Stufe des Art. 126 Abs. 11 AEUV künftig eine Geldbuße als „Regelsanktion“ vor.

²⁹⁴ Vgl. nur *Europäische Kommission* Art. 4 Abs. 1, Art. 5 Abs. 1 des Vorschlages vom 29.9.2010 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die wirksame Durchsetzung der haushaltspolitischen Überwachung im Euroraum, KOM (2010) 524 endg.

²⁹⁵ *Europäische Kommission* Art. 5 ff. und 12 des Vorschlages vom 29.9.2010 für eine Richtlinie des Rates über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten, KOM (2010) 523 endg.

²⁹⁶ *Europäische Kommission* Art. 7 ff. des Vorschlages vom 29.9.2010 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte, KOM (2010) 527 endg.

²⁹⁷ In diesem Zusammenhang wird auch auf die Grenzen der Steuerbarkeit makroökonomischer Prozesse hingewiesen, vgl. *M. Ruffert* Der rechtliche Rahmen für die gegenseitige Nothilfe (Fn. 222), 17; *C. Ohler* Stabilitäts- und Wachstumspakt (Fn. 265), 330 (339).

²⁹⁸ *Europäische Kommission* Mitteilung der Kommission vom 12.05.2010, KOM (2010) 250 endg. In diesem Verfahren der politischen ex-ante Koordinierung mit anschließender Überwachung („peer review“) werden die bestehenden und rechtlich getrennt bleibenden Koordinierungsverfahren auf europäischer Ebene samt der Verfahren zum Erlass der nationalen Haushalte in zeitlicher Hinsicht aufeinander abgestimmt; vgl. auch *C. Ladenburger* Anmerkungen zu Kompetenzordnung und Subsidiarität (Fn. 266), 389 (404).

²⁹⁹ Federführend sind die – hauptsächlich empfehlende – Kommission und der Europäische Rat als das über die politischen Leitlinien entscheidende Organ. Gestützt auf den Jahreswachstumsbericht 2011 hat die Kommission das erste Europäische Semester eingeleitet; vgl. *Europäische Kommission* Mitteilung der Kommission vom 12.01.2011, KOM (2011) 11 endg. Die dort genannten Vorschläge für eine Konsolidierung der nationalen Haushalte und wachstumsfördernde Reformen in den Kernbereichen der Strategie Europa 2020 wurden anschließend vom Europäischen Rat aufgenommen; vgl. hierzu insgesamt die Schlussfolgerungen des *Europäischen Rates* von Brüssel, 24./25.03.2011, EUCO 10/11, CO EUR 6, CONCL 3, 2 f.

³⁰⁰ Einen Überblick über den Ablauf der Politikkoordinierung iRd Europäischen Semesters bietet die Mitteilung der Kommission vom 30.06.2010, KOM (2010) 367 endg. (Anhang II). Solange es sich um unverbindliche

Im Ergebnis bleiben dennoch Zweifel, ob die demnächst in Kraft tretenden Reformen³⁰¹ hinreichend sind, um eine nachhaltige Haushaltsüberwachung zu gewährleisten, das systemische Risiko der Staatsverschuldung einzudämmen und so Vorsorge für die Finanzmarktstabilität zu treffen. Wenn sich aber schon die Maßnahmen des „Legislativpakets“ an den Grenzen der Kompetenzordnung der EU bewegen, dann zeigt sich das Kompetenzdilemma der EU.³⁰² In der Folge sind weiterreichende Verbesserungen nur im Rahmen einer primärrechtlichen Reform, im Kontext einer europarechtlich überformten Finanz-, Wirtschafts-, und Haushaltspolitik, möglich.

Insoweit bieten sich unterschiedliche Reformansätze an, deren Tauglichkeit aber genau zu untersuchen wäre: So könnte der ESM zu einem Europäischen Währungsfonds (EWF) weiterentwickelt werden,³⁰³ der dann – im Verbund mit den EU-Institutionen und einem neu zu schaffenden Stabilitätskommissar – über Durchgriffsrechte in die nationalen Haushalte von Empfängerstaaten verfügen könnte. Er sollte überdies befähigt werden, die geordnete Insolvenz von dauerhaft zahlungsunfähigen Eurostaaten auf den Weg zu bringen.³⁰⁴ In jedem Fall ist die Währungsunion um die bereits erwähnte institutionalisierte Staateninsolvenz³⁰⁵ zu

Maßnahmen handelt, bestehen in kompetentieller Hinsicht keine Bedenken, vgl. *C. Ohler* Stabilitäts- und Wachstumspakt (Fn. 265), 330 (339).

³⁰¹ Das Inkrafttreten des sog. „Six Packs“ steht für Anfang 2012 in Aussicht, nachdem das Europäische Parlament und der Rat politische Einigung erzielen konnten: Council confirms agreement on economic governance, *Rat der Europäischen Union* Pressemitteilung vom 04.10.2011, 14998/11.

³⁰² *C. Calliess* Das Euro-Urteil aus Karlsruhe ist nicht frei von Widersprüchen, *FAZ* Nr. 220 vom 21.09.2011, 21; *C. Herrmann* in: v. Lewinski (Fn. 10), 29 (41 f.); *H. Enderlein* Krise im Euro-Raum (Fn. 87), 7 (10 f.).

³⁰³ Dazu *D. Gros/T. Mayer* How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!, CEPS Policy Brief No. 202/February 2010, updated 17 May 2010; *U. Häde* Legal Evaluation of a European Monetary Fund, *Intereconomics* 2/2010, 69 ff.; *U. Häde* Die europäische Währungsunion in der internationalen Finanzkrise (Fn. 89), 854 (864 ff.); *K. v. Lewinski* Öffentlichrechtliche Insolvenz (Fn. 239), 454; *J. Heß* Finanzielle Unterstützung von EU-Mitgliedstaaten in einer Finanz- und Wirtschaftskrise und die Vereinbarkeit mit EU-Recht, *ZJS* 2010, 473 (479 f.).

³⁰⁴ Vgl. zum Begriff der „Durchgriffsrechte“ *A. Merkel* Rede im Bundestag am 07.09.2011, Deutscher Bundestag, Pl.Prot. 17/123, 14467 ff. Inhaltlich kommen insoweit verschiedene Möglichkeiten in Betracht: Wenn ein Mitgliedstaat Hilfen im Rahmen des ESM oder eines künftigen EWF empfängt, dann willigt er damit zugleich in eine Beschränkung seiner Haushaltssouveränität ein, so dass ein Vetorecht auf EU-Ebene hinsichtlich des jeweiligen nationalen Haushaltsentwurfs denkbar ist, wenn letzterer die europäischen Vorgaben solider Haushaltsführung evident verletzt und damit die Verwirklichung des vereinbarten Konsolidierungs- und Reformprogramms in Frage stellt. Auf einer zweiten Stufe wären sodann konkrete Vorgaben für den jeweiligen nationalen Haushaltsplan auf der Ausgaben- oder Einnahmenseite denkbar. Auf einer dritten Stufe könnte der ESM/EWF bei fehlender Schuldentragfähigkeit zeitlich begrenzte Kredite gewähren, um im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität eine geordnete Insolvenz des jeweiligen Mitgliedstaates zu sichern.

³⁰⁵ Die Möglichkeit eines Staatsbankrottes wird v.a. seit der Krise Argentiniens im Jahr 2001 wieder verstärkt diskutiert, vgl. *C. Paulus* Überlegungen zu einem Insolvenzverfahren für Staaten, *WM* 2002, 725 ff.; *A. Krueger* A new approach to Sovereign Debt Restructuring, *IMF*, 2002; *C. Mayer* Insolvenzverfahren für Staaten? (Fn. 239), 454 ff.; *C. Ohler* Der Staatsbankrott (Fn. 239) 590 ff.; *J. Kämmerer* Der Staatsbankrott aus

ergänzen. Darüber hinaus könnte im Fall einer ständigen Verletzung des Stabilitätspakts, entgegen dem geltenden Art. 126 Abs. 10 AEUV, ein Klagerecht zum EuGH eingeführt werden. Schließlich kommen über die bisherigen Geldbußen hinausreichende Sanktionen in Betracht, die vom Stimmrechtsentzug im Rat³⁰⁶ bis hin zum Ausschluss bzw. Ausscheiden überschuldeter Staaten aus der Währungsunion³⁰⁷ reichen könnten.

c) *Perspektiven einer europäischen Haushaltsüberwachung im Lichte des Grundgesetzes*

Die für diese oder ähnliche Reformen notwendigen Vertragsänderungen, insbesondere der mit ihr verbundene Kompetenztransfer, könnte jedoch einen qualitativen Integrationssprung zur Folge haben, dessen politische Durchsetzbarkeit im Zeichen der nach dem Vertrag von Lissabon eingetretenen „Reformmüdigkeit“ offen ist.³⁰⁸

In Deutschland kommt erschwerend hinzu, dass sich jede grundlegende Reform an den vom BVerfG im Lissabon-Urteil³⁰⁹ definierten identitätsbestimmenden Staatsaufgaben³¹⁰ stoßen könnte.³¹¹ Dementsprechend hat das BVerfG in seinem EFSF-Urteil das Budgetrecht über

völkerrechtlicher Sicht, ZaöRV 65 (2005), 651 ff.; C. Waldhoff HStR V, 2007, § 116, Rn. 42 ff.; C. Paulus Rechtliche Handhaben (Fn. 239), 11 ff.; K. v. Lewinski Öffentlichrechtliche Insolvenz (Fn. 239), 475 ff.; mit Bezügen zur EU die Beiträge von M. Herdegen Der Staatsbankrott (Fn. 239), 913 ff.; J. Kämmerer Insolvenz von EU-Mitgliedstaaten – Voraussetzungen und Folgen, Wirtschaftsdienst 2010, 161 ff.; H. Beck/D. Wentzel Eine Insolvenzordnung für Staaten?, Wirtschaftsdienst 2010, 167 ff.; C. Paulus Ein Regelungssystem zur Schaffung eines internationalen Insolvenzrechts für Staaten, ZG 2010, 313 ff.; M. Potacs/C. Mayer in: Kodek/Reinisch (Fn. 275), 105.

³⁰⁶ Gastbeitrag von Finanzminister W. Schäuble in der Financial Times Deutschland vom 12.03.2010; zum Stimmrechtsentzug im Rat C. Ohler Stabilitäts- und Wachstumspakt (Fn. 265), 330 (342).

³⁰⁷ Hierzu P. Athanassiou Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU – Some Reflections, ECB Legal Working Paper Series No. 10, December 2009; M. Seidel Der Euro (Fn. 83); P. Behrens Ist ein Ausschluss aus der Euro-Zone ausgeschlossen?, EuZW 2010, 121; C. Herrmann Griechische Tragödie (Fn. 219), 413 (416 f.); M. Heimbach/O. Zehnpfund Rechtliche Möglichkeiten und Aspekte des Ausschlusses oder Austritts eines Mitglieds der Wirtschafts- und Währungsunion, Ausarbeitung des Wissenschaftlichen Dienstes des Deutschen Bundestages vom 21.12.2009, WD 11 – 3000 – 188/09; N. Horn FS Maier-Reimer, 2010, 245 (261 f.); F. Bonke Die „Causa Griechenland“ (Fn. 91), 493 (515 ff.).

³⁰⁸ Vgl. W. Schäuble Reform der Europäischen Finanzregeln – Für eine bessere Verfassung Europas, Humboldt-Rede am 26.01.2010 (FCE 02/11), 14, abrufbar unter: http://www.whi-berlin.eu/tl_files/FCE/Rede-Schaeuble.pdf (zuletzt abgerufen am 2.10.2011).

³⁰⁹ BVerfGE 123, 267 (359 ff.) – Vertrag von Lissabon.

³¹⁰ Instruktiv dazu K. Dingemann in: Calliess/Paqué (Fn. 252), 73 ff.

³¹¹ Kritisch zu diesem Ansatz D. Halberstam/C. Möllers The German Constitutional Court (Fn. 252), 1241 (1249 ff.); C. Schönberger Lisbon in Karlsruhe (Fn. 252), 1201 (1209 f.); M. Ruffert An den Grenzen des Integrationsverfassungsrechts: Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Vertrag von Lissabon, DVBl. 2009, 1197 (1204 f.); K. Dingemann Zwischen Integrationsverantwortung und Identitätskontrolle: Das „Lissabon“-Urteil des Bundesverfassungsgerichts, ZEuS 2009, 491 (526); M. Nettesheim Ein Individualrecht auf

seine Verankerung im Demokratieprinzip an die Ewigkeitsklausel des Art. 79 Abs. 3 GG gekoppelt und insoweit in einem weitgehend von ihm selbst zu bestimmenden Umfang³¹² für „europafest“ erklärt.³¹³ Eine verfassungswidrige Übertragung wesentlicher Bestandteile des Budgetrechts des Bundestages soll dann vorliegen, wenn die Festlegung über Art und Höhe der den Bürger treffenden Abgaben in wesentlichem Umfang supranationalisiert und damit der Dispositionsbefugnis des Bundestages entzogen würde. Dieser Ansatz gerät jedoch in ein Spannungsverhältnis, ja vielleicht sogar in einen Widerspruch, zu einer anderen Urteils Passage, in der das Gericht unter Verweis auf seine insoweit maßgebliche Maastricht-Entscheidung³¹⁴ nochmals betont, die vertragliche Konzeption der Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft sei Grundlage und Gegenstand des deutschen Zustimmungsgesetzes.³¹⁵ Das Grundgesetz setzt im Verständnis des BVerfG dann zwar eine Ausgestaltung der Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft voraus, setzt jedoch gleichzeitig einer diesem Ziel dienenden, über die bisherigen Koordinierungszuständigkeiten hinausgehenden europäischen Wirtschafts- und „Fiskalunion“ samt effektiver Haushaltskontrolle eine nur schwer überwindbare Grenze.

Zur Auflösung des entstehenden Dilemmas³¹⁶ müsste man entweder die Ausführungen des BVerfG zum Budgetrecht so interpretieren, dass sie sich allein auf die Ausgabenseite beziehen.³¹⁷ Oder man stellt sie in den grundgesetzlichen Kontext von Integrationsauftrag (Präambel, Art. 23 Abs. 1 S. 1 GG) und Ewigkeitsklausel (Art. 23 Abs. 1, S. 3, Art. 79 Abs. 3 GG). Dann geht es um die Auflösung eines Spannungsverhältnisses, im Zuge

Staatlichkeit? Die Lissabon Entscheidung des BVerfG, NJW 2009, 2867 (2868); *C. Calliess* Die neue Europäische Union (Fn. 84), 251 ff.; zustimmend *K. Gärditz/C. Hillgruber* Volkssouveränität und Demokratie ernst genommen – Zum Lissabon-Urteil des BVerfG, JZ 2009, 872 (879 f.); *D. Murswiek* Art. 38 GG als Grundlage eines Rechts auf Achtung des unabänderlichen Verfassungskerns, JZ 2010, 702 ff.; *F. Schorkopf* The European Union as An Association of Sovereign States: Karlsruhe's Ruling on the Treaty of Lisbon GLJ 10 (2009), 1219 (1229 f.); differenzierend *D. Grimm* Das Grundgesetz als Riegel vor einer Verstaatlichung der Europäischen Union. Zum Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgerichts, Der Staat 48 (2009), 475 (486 ff.); *R. Wahl* Die Schwebelage im Verhältnis von Europäischer Union und Mitgliedstaaten. Zum Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgerichts, Der Staat 48 (2009), 587 ff.

³¹² Ein gewisser Spielraum der politischen Gestaltung klang auch im Lissabon-Urteil noch an; vgl. BVerfGE 123, 267 (361 f.). Siehe demgegenüber aber die irritierend weit gehenden Festlegungen einzelner Richter des Zweiten Senats im Zuge des EFSF-Urteils in Interviews: *A. Voßkuhle* „Noch mehr Europa lässt das Grundgesetz kaum zu“, FAZ am Sonntag Nr. 38 vom 25.09.2011, 36 f.; *P. Huber* „Keine europäische Wirtschaftsregierung ohne Änderung des Grundgesetzes“, SZ Nr. 216 vom 19.09.2011, 6.

³¹³ BVerfG, NJW 2011, 2946 (2950 f.) – EFSF.

³¹⁴ BVerfGE 89, 155 (205) – Vertrag von Maastricht.

³¹⁵ BVerfG, NJW 2011, 2946 (2946 [dort LS 4], 2951) – EFSF.

³¹⁶ Hierzu bereits *C. Calliess* Euro-Urteil aus Karlsruhe (Fn. 302), 21; vgl. auch *C. Herrmann* in: v. Lewinski (Fn. 10), 29 (41 f.); *H. Enderlein* Krise im Euro-Raum (Fn. 87), 7 (10 f.).

³¹⁷ So offenbar *M. Ruffert* Die europäische Schuldenkrise vor dem BVerfG, Anmerkung zum Urteil vom 7. September 2011, EuR 2011 (i.E.).

dessen der von Art. 79 Abs. 3 GG allein geschützte, unantastbare Kernbereich des Budgetrechts freigelegt werden muss. Nur wenn in diesen Kernbereich eingegriffen würde, wäre eine Vertragsänderung unzulässig. Wenn das BVerfG aber den von Art. 79 Abs. 3 GG erfassten Bereich des Budgetrechts überdehnt, dann wäre eine Reform nur über Art. 146 GG, mithin mit einer vom Volk zu gebenden neuen Verfassung, die das Grundgesetz ablöst, überwindbar.³¹⁸

V. Ausblick

Die in den westlichen Gesellschaften historisch entwickelte Symbiose zwischen Staat, Markt und Demokratie gerät in einer entgrenzten Welt unter Druck. Nachdem im Zuge der Globalisierung zunächst das Ende des Staates und der Demokratie³¹⁹ thematisiert wurde, zeichnet sich im Kontext der Finanzkrise jedoch ab, dass der demokratische Verfassungsstaat mehr denn je gefordert ist. Denn der Markt bedarf des Vertrauens der Bürger, die freie Marktwirtschaft bedarf aufbauend auf dem darauf gegründeten gesellschaftlichen Konsens immer wieder der Legitimation. Die Folgen einer Finanz- und Wirtschaftskrise sowie die damit einhergehenden Verwerfungen in der Gesellschaft sind jedoch geeignet, diese Legitimation auszuhöhlen. Dies erkannte bereits der Vordenker des freien Marktes, *Adam Smith*. Neben seinem Hauptwerk „Der Wohlstand der Nationen“ hat er ein weniger bekanntes Werk mit dem schönen Titel „Theorie der ethischen Gefühle“ verfasst.³²⁰ In diesem zeigt er, dass die Marktgesetze nicht alles erklären und dass es nicht ausreicht, egoistische Interessen zu verfolgen, um eine Gesellschaft zu schaffen und zu erhalten. Es bedarf, wie *Adam Smith* es nennt, der „fellow feelings“, dem Gefühl, einer menschlichen Gemeinschaft anzugehören. Daraus entspringt Vertrauen, das wiederum eine Zivilgesellschaft, verstanden als dynamische Bürgerschaft, zwischen Familienstrukturen und Staat hervorbringt. Diese ist – wie der

³¹⁸ Dazu bereits BVerfGE 123, 267 (343 ff.) – Vertrag von Lissabon; kritisch *C. Schönberger* Die Europäische Union zwischen „Demokratiedefizit“ und Bundesstaatsverbot: Anmerkungen zum Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgerichts, *Der Staat* 48 (2009), 553 ff.; *M. Nettesheim* Ein Individualrecht auf Staatlichkeit? (Fn. 311), 2867 (2868); *D. Halberstam/C. Möllers* The German Constitutional Court (Fn. 252), 1241 (1255 f.); *M. Ruffert* An den Grenzen des Integrationsverfassungsrechts (Fn. 311), 1197 (1205 ff.); *C. Calliess* Das Ringen des Zweiten Senats mit der Europäischen Union: Über das Ziel hinausgeschossen..., *ZEuS* 2009, 559 (574 ff.); *W. Cremer* Lissabon-Vertrag und Grundgesetz, *JURA* 2010, 296 (299 ff.).

³¹⁹ Vgl. *J.-M. Guehenno* Das Ende der Demokratie, 1994, 175 f.

³²⁰ Vgl. *A. Smith* Der Wohlstand der Nationen, 2003 (Original: *ders.* An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776); *ders.* Theorie der ethischen Gefühle, 2004 (Original: *ders.* The Theory of Moral Sentiments, 1759).

amerikanische Wissenschaftler *Francis Fukuyama*³²¹ ausführt – Voraussetzung für den Markt und den wirtschaftlichen Erfolg einer Gesellschaft. Um diese Voraussetzungen zu gewährleisten, ist der (Finanz-)Markt auf Staat und Gesetzgeber angewiesen, allein dessen Rechtsetzung vermag die Voraussetzungen des Marktes zu gewährleisten.³²² Finanzmarktrechtsetzung hat so gesehen eine Marktermöglichungsfunktion.

In einer globalisierten Welt kann die Aufgabe der Rechtsetzung freilich nicht adäquat vom Nationalstaat allein geleistet werden. Um seine Entgrenzung zu kompensieren, muss dieser sich – wie im Staaten- und Verfassungsverbund der EU³²³ – als Mitglied-Staat verstehen. Das bedeutet im Ergebnis Verzicht auf Souveränität, mit dem Ziel gemeinsam Souveränität über die entgrenzten Märkte zurückzugewinnen. Gleichwohl bleiben europäische oder notfalls auch nationale Alleingänge eine Option, die nicht von vornherein zum Scheitern verurteilt sein muss. Ebenso wie im Umweltrecht – erinnert sei z.B. an die aus Gründen des globalen Standortwettbewerbs zunächst heftig umstrittene EU-Gesetzgebung zum Chemikalienrecht (REACH)³²⁴ – können sich auch im Finanzmarktrecht hohe Standards letztlich als Wettbewerbsvorteil herausstellen: Durch Rechtsetzung gewährleistete Finanzmarktstabilität kann für Anleger durchaus ein Grund sein, in der EU oder in Deutschland zu investieren.

Die beschriebenen, ganz unterschiedlichen Formen jener „Privatisierung“ der Verantwortung für die Finanzmarktstabilität stehen mitunter in Widerspruch zu Vorgaben des Demokratieprinzips und der staatlichen Gewährleistungsverantwortung. So mögen sich die Finanzmarktakteure jeder für sich ökonomisch zwar rational verhalten, die vielfältigen systemischen Risiken werden jedoch bislang nicht in ihren individuellen Risikomodellen verarbeitet. Rechtsetzung zur Sicherung der Finanzmarktstabilität hat daher im Lichte des Vorsorgeprinzips zu erfolgen, Finanzmarktrecht ist konsequent als Risikorecht auszugestalten.

³²¹ Vgl. *F. Fukuyama* Konfuzius und die Marktwirtschaft. Der Konflikt der Kulturen, 1995. Der Titel dieses Buches ist oft missverstanden worden.

³²² *D. Yergin/J. Stanislaw* Staat oder Markt (Fn. 2), 524 ff., insbes. 532 ff.; ähnliche Ansätze auch bei *O. Lepsius* in: *Adolf-Arndt-Kreis* (Fn. 4), 25 (31 ff., 47 f.); *R. Stürmer* Markt und Wettbewerb (Fn. 2), 171 f.

³²³ Ausführlich dazu *C. Calliess* Die neue Europäische Union (Fn. 84), 43 ff.

³²⁴ Verordnung (EG) Nr. 1907/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.12.2006 zur Registrierung, Bewertung, Zulassung und Beschränkung chemischer Stoffe (REACH), zur Schaffung einer Europäischen Agentur für chemische Stoffe, zur Änderung der Richtlinie 1999/45/EG und zur Aufhebung der Verordnung (EWG) Nr. 793/93 des Rates, der Verordnung (EG) Nr. 1488/94 der Kommission, der Richtlinie 76/769/EWG des Rates sowie der Richtlinien 91/155/EWG, 93/67/EWG, 93/105/EG und 2000/21/EG der Kommission (ABl. 2006 Nr. L 396, 1); vgl. dazu *C. Calliess/M. Lais* REACH revisited – Der Verordnungsvorschlag zur Reform des Chemikalienrechts als Beispiel einer neuen europäischen Vorsorgestrategie, NuR 2005, 290 ff.

Aus der Marktermöglichungsfunktion von Finanzmarktrechtsetzung sollte der demokratische Gesetzgeber den Mut schöpfen, erkannten Rechtsetzungsdefiziten auf den Finanzmärkten zu begegnen. Denn gelingt dem Gesetzgeber die Wiederherstellung des Primats der Politik nicht, dann droht eine nicht nur die freie Marktwirtschaft, sondern auch den demokratischen Verfassungsstaat erfassende Legitimationskrise.