

MICHAEL W. MÜLLER

Finanzmarktstabilisierung und Anleger Eigentum

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
67*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

67



Michael W. Müller

Finanzmarktstabilisierung und Anlegereigentum

Ansätze zu einer verfassungsvergleichenden
Prinzipienbildung für den hoheitlichen Umgang
mit Finanzkrisen

Mohr Siebeck

Michael W. Müller, geboren 1989; Studium der Rechtswissenschaften und der Philosophie als Stipendiat der Studienstiftung des deutschen Volkes; Magister Artium und Juristische Examina in München; Diploma in the Law of the European Union, Europäisches Hochschulinstitut, Florenz; LL.M., Cambridge, UK; Promotion zum Dr. jur. in München mit Aufhalten in Durham, NC (Duke Univ.) und Cambridge, MA (Harvard Univ.); Wiss. Mitarbeiter am Lehrstuhl für Öffentliches Recht und Kirchenrecht an der Ludwig-Maximilians-Universität München.
orcid.org/0000-0002-0427-7205

ISBN 978-3-16-157007-0 / eISBN 978-3-16-157008-7

DOI 10.1628/978-3-16-157008-7

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2019 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

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

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Dies ist meine Dissertation. Ich habe sie im November 2017 fertiggestellt, im Juni 2018 wurde sie von der Hohen Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München angenommen. Für die Veröffentlichung habe ich sie geringfügig überarbeitet und aktualisiert. Meinem akademischen Lehrer, Herrn Professor *Dr. Stefan Koriath*, danke ich für seine langjährige Förderung, Unterstützung und Beratung, Herrn Professor *Dr. Dr. h.c. Wolfgang Schön* für sein tiefgehendes und umfassendes Zweitgutachten.

Anliegen meines Promotionsvorhabens war es, den Konflikt zwischen hoheitlichen Stabilisierungszielen und individuellen Anlegerinteressen zu veranschaulichen, der sich in der vergangenen Finanzkrise gezeigt hat und der auch in Zukunft wieder auftreten kann. Dazu habe ich die Verfahren untersucht, die verschiedene Gerichte in Deutschland, Österreich, Großbritannien und den USA, den Europäischen Gerichtshof und den Europäischen Gerichtshof für Menschenrechte sowie internationale Schiedsgerichte beschäftigt haben. Hierbei wurde deutlich, dass in den verschiedenen Rechtsordnungen stets verfassungsrechtliche Eigentums Garantien oder deren funktionale Äquivalente einen zentralen Prüfstein der Auseinandersetzung bildeten. Diese Beobachtung ist Ausgangspunkt meines Versuchs, auf Basis verfassungsvergleichender Analysen eine Konzeption des Finanzeigentums zu entwickeln, Wege zu dessen sozialer Einhegung aufzuzeigen und hieraus in praktischer Hinsicht verwertbare Schlüsse für den Umgang mit künftigen Krisen zu ziehen.

Die Thematik der Arbeit hat mich lange begleitet. Ersten Anstoß zur Beschäftigung mit der Theorie des internationalen Wirtschaftsrechts erhielt ich in der Kolleggruppe „Konstitutionalisierung des Völkerrechts“ der Studienstiftung des deutschen Volkes unter der Leitung von Frau Professorin *Dr. Angelika Siehr* und Herrn Professor *Dr. Bardo Fassbender*. Ihnen und den Kollegiatinnen und Kollegiaten danke ich sehr. Während meines LL.M.-Studiums in Cambridge (UK) habe ich die Arbeit konzipiert. Dort gilt mein Dank Herrn *Dr. Michael Waibel* für seine Betreuung und Diskussionen zu Fragen des Finanzmarktrechts und des internationalen Investitionsgüterschutzes. Geschrieben habe ich die Arbeit in München. Meinen Kolleginnen und Kollegen, insbesondere am Lehrstuhl von Professor *Koriath*, danke ich für Austausch und Unterstützung. Einblicke in das

US-amerikanische Verfassungsrecht erhielt ich während meiner Aufenthalte in Durham (NC) und Cambridge (MA). Dort gilt mein Dank Herrn Professor *Joseph Blocher* und Frau Professorin *Annette Gordon-Reed* für ihre Gastfreundschaft, Diskussionen und Anregungen. Der Anwaltskanzlei Gibson Dunn & Crutcher, Washington, D.C., bin ich für praktische Einsichten in die US-amerikanische *crisis litigation* zu Dank verpflichtet. Selbstverständlich wertet die Arbeit nur solche Verfahrensunterlagen aus, die auch öffentlich zugänglich sind, und gibt ausschließlich meine persönliche Auffassung wieder. Am meisten gelernt habe ich aus den vielfältigen persönlichen Diskussionen, die ich während der vergangenen Jahre in München, Florenz, Cambridge (UK), Durham (NC), Cambridge (MA) und anderenorts führen durfte. Meinen Freundinnen und Freunden, Kolleginnen und Kollegen möchte ich deshalb besonders danken.

Neben meiner Stelle in München haben verschiedene Stipendien meine Forschungen ermöglicht, wofür ich sehr dankbar bin: Mein LL.M.-Studium in Cambridge wurde gefördert durch die Studienstiftung des deutschen Volkes und die ZEIT-Stiftung Ebelin und Gerd Bucerius (Bucerius-Jura-Programm), den Deutschen Akademischen Austauschdienst und die Sozietät Gleiss Lutz (Alfred-Gleiss-Stipendium) sowie die Sozietät Freshfields Bruckhaus Deringer. Die Aufenthalte in den USA ermöglichten ein Gibson Dunn US-Fellowship sowie ein Harvard University Post-Graduate Research Fellowship der Bayerischen Amerika-Akademie. Die Drucklegung der Arbeit wurde von der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung sowie vom Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft großzügig unterstützt. Den Herausgebern danke ich für die Aufnahme in diese Schriftenreihe, Frau *Dr. Julia Caroline Scherpe-Blessing* und Herrn *Matthias Spitzner* für die sorgfältige Betreuung des Manuskripts.

Ein besonders herzlicher Dank für ihre fortwährende Unterstützung, ihr Verständnis und ihre Geduld gilt meinen Eltern und meiner Partnerin.

München, im März 2019

Michael Müller

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungen und Hinweise zur Zitierung	XIX
§ 1. Einleitung: Die gerichtliche Aufarbeitung der Finanzkrise als Ausgangspunkt internationaler Prinzipienbildung	1
<i>Teil 1. Grundlagen: Finanzmarktstabilisierung und Eigentumstheorie</i>	17
§ 2. Fälle: <i>Bail-out, Bail-in</i> , Schuldenschnitt	19
§ 3. Konflikt: Finanzmarktstabilisierung zulasten privater Anleger	49
§ 4. Internationale Prinzipienbildung: Eigentumsschutz als Anknüpfungspunkt?	69
<i>Teil 2. Verfassungsvergleichende Bestandsaufnahme: Finanzmarktstabilisierung und Individualschutz in ausgewählten Rechtsordnungen</i>	89
§ 5. Deutschland: Kleinbauern, Kleinaktionäre und Bankkunden	91
§ 6. Vereinigte Staaten von Amerika: Eigentumsschutz in <i>heavily regulated industries</i> ?	147
§ 7. EMRK, GrCh, HRA: Wie weit reicht die <i>margin of appreciation</i> in Krisenzeiten?	181
§ 8. Internationales Investitionsschutzrecht: „ <i>Opening Pandora’s Box?</i> “	221
<i>Teil 3. Strukturen: Ausgleich individueller Anlage- und kollektiver Stabilitätsinteressen im rechtlich konstituierten Finanzsystem</i>	263
§ 9. Finanzeigentum	265
§ 10. Eigentumseingriffe zur Finanzmarktstabilisierung	275
§ 11. Interessenausgleich	293
<i>Teil 4. Ergebnisse und Perspektiven: Das Finanzsystem als Eigentumsordnung</i>	315
§ 12. Ergebnisse der verfassungsvergleichenden Untersuchung	317

§ 13. Eigentumstheorie des Finanzsystems	323
§ 14. Bedeutung des Eigentumsschutzes in Finanzkrisen	331
Literaturverzeichnis	341
Sachregister	375

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungen und Hinweise zur Zitierung	XIX
§ 1. Einleitung: Die gerichtliche Aufarbeitung der Finanzkrise als Ausgangspunkt internationaler Prinzipienbildung	1
I. <i>Gang der Darstellung</i>	3
II. <i>Methodische Vorbemerkungen</i>	11
III. <i>Einwände</i>	14
Teil 1. Grundlagen: Finanzmarktstabilisierung und Eigentumstheorie	17
§ 2. Fälle: <i>Bail-out, Bail-in, Schuldenschnitt</i>	19
I. <i>Staatliche Rettungsübernahmen und private Aktionäre</i>	21
1. <i>Northern Rock (UK)</i>	22
a) Hintergrund	22
b) Entscheidungen	23
c) Kritik	23
2. <i>Fannie Mae, Freddie Mac und AIG (USA)</i>	25
a) Hintergrund	25
b) <i>Fannie Mae/Freddie Mac</i>	27
c) <i>AIG</i>	29
3. <i>Hypo Real Estate (Deutschland)</i>	30
a) Hintergrund	31
b) Entscheidungen	32
c) Kritik	33
II. <i>Banksanierungs- und -abwicklungsregime: Bail-in von Anlegern</i>	34
1. <i>Dodd-Frank-Act (USA)</i>	35
2. Einheitlicher Abwicklungsmechanismus und Bankenabwicklungsrichtlinie (EU)	36

3. <i>Bank of Cyprus/Laiki (Zypern)</i>	38
a) Hintergrund	38
b) Entscheidungen	39
c) Kritik	40
4. <i>Hypo Alpe Adria (Österreich)</i>	40
a) Hintergrund	40
b) Entscheidung	41
c) Kritik	41
III. <i>Restrukturierung von Staatsfinanzen:</i>	
„ <i>Enteignung</i> “ <i>von Staatsgläubigern?</i>	42
1. Argentinien	43
2. Griechenland	45
3. „ <i>Staatsanierung durch Enteignung</i> “ (Deutschland)	46
§ 3. <i>Konflikt: Finanzmarktstabilisierung zulasten privater Anleger</i>	49
I. <i>Finanzmarkt und Finanzsystem</i>	49
II. <i>Individuelle Anlageinteressen</i>	52
1. Eigen- und Fremdkapital als Grundkategorien	52
2. Finanzinstrumente	54
3. Staatsanleihen	57
4. Bankeinlagen	57
5. Anlegerinteressen	58
III. <i>Kollektive Stabilitätsinteressen</i>	59
1. Stabilisierung des Finanzsystems	59
2. Gefährdung der Finanzstabilität durch systemische Risiken: Die globale Finanzkrise als Beispiel	60
3. Charakteristika systemischer Finanzrisiken	62
4. Kollektives Interesse an der Finanzmarktstabilisierung	65
IV. <i>Typisierung staatlicher Zugriffe</i>	66
§ 4. <i>Internationale Prinzipienbildung:</i>	
Eigentumsschutz als Anknüpfungspunkt?	69
I. <i>Ansätze rechtlicher Prinzipienbildung</i>	69
1. Transnationalisierung des Finanzsystems	69
2. Ansätze internationaler Prinzipienbildung	71
3. Herausforderungen	72
II. <i>Eigentum als internationales Ordnungsprinzip</i>	73
1. Eigentumsschutz als Anknüpfungspunkt der gerichtlichen Aufarbeitung der Finanzkrise	73
2. Das Finanzsystem und die „ <i>Ordnungsidee des Eigentums</i> “	74

3. Privateigentum als rechtliches Institut	75
4. Konsolidierung des internationalen Eigentumsschutzes; internationaler Investitionsgüterschutz	76
5. Abgrenzung individueller und kollektiver Interessen als Zentralfrage des modernen Eigentumsdiskurses	79
6. Ordnungsfunktion des Eigentums	81
<i>III. Finanzeigentum?</i>	83
1. Virtuelles Eigentum	84
2. „Anonymes Eigentum“	85
3. Finanzeigentum und Theorien der Eigentumsbegründung	86
Teil 2. Verfassungsvergleichende Bestandsaufnahme: Finanzmarktstabilisierung und Individualschutz in ausgewählten Rechtsordnungen	89
§ 5. Deutschland: Kleinbauern, Kleinaktionäre und Bankkunden	91
<i>I. Schutzbereich: Bestands- und Institutsgarantie des Finanzeigentums</i>	92
1. Das „eigentumsrechtliche Paradoxon“ des Art. 14 GG	93
a) Instituts- und Bestandsgarantie des Eigentums	93
b) Verfassungsrechtlicher Eigentumsbegriff	94
c) Institutsgarantie als Kernbereichsschutz	96
2. Bestandsgarantie des Finanzeigentums	97
a) Aktien	98
b) Forderungen	100
c) Staatsanleihen	100
d) „Finanzeigentum“	101
3. Institutsgarantie des Finanzeigentums?	102
a) Ausgangspunkt: Entscheidung des BVerfG zur Redezeitbegrenzung	103
b) Kritik an der Entscheidung	103
c) Verfassungsrechtliche Strukturentscheidung für das Finanzeigentum	104
d) Folgerichtigkeit der Ausgestaltung	105
<i>II. Eingriff: Finanzmarktstabilisierung als Eigentumseingriff</i>	106
1. Typisierung: Inhalts- und Schrankenbestimmung, Enteignung, Sozialisierung	106
a) Entwicklung des Enteignungsbegriffs	107
b) Erfordernis hoheitlicher Güterbeschaffung	109
c) Sozialisierungsklausel	110
2. Die staatliche Übernahme von Finanzinstituten	112
a) Enteignung	112
b) Inhalts- und Schrankenbestimmungen	113
c) <i>Squeeze-out</i>	114

d) Sozialisierung zur Finanzmarktstabilisierung	115
3. Regelungen zur Sanierung und Abwicklung systemrelevanter Finanzinstitute	116
a) Herabschreiben von Finanzinstrumenten	117
b) Wandlung von Fremd- in Eigenkapital	117
c) Schuldenschnitt zugunsten verstaatlichter Unternehmen	118
4. Restrukturierung von Staatsfinanzen zulasten privater Anleger	119
a) Nichtbedienen von Forderungen	119
b) Hoheitliche Einwirkung auf Staatsanleihen	119
<i>III. Rechtfertigung I: Enteignung von Finanzanlegern</i>	120
1. Vorgaben des Art. 14 Abs. 3 GG	120
a) Sachliche Rechtfertigung	120
b) Verhältnismäßigkeit	121
c) Gesetzesvorbehalt und Entschädigung	122
2. Öffentliches Interesse an Rettungsübernahmen?	123
a) Unzulässigkeit fiskalischer Argumente	123
b) Verhinderung der Insolvenz eines Finanzinstituts	124
c) Verhinderung der Ausbreitung und Materialisierung systemischer Risiken	124
3. Verhältnismäßigkeit	125
a) Geeignetheit	126
b) Erforderlichkeit	126
c) Angemessenheit: Güterabwägung im Einzelfall	127
4. Anforderungen an die Entschädigung	128
a) Rechtsprechung zu Abfindungsansprüchen	128
b) Entschädigung bei Maßnahmen der Finanzmarktstabilisierung	129
c) Erfordernis der Einzelfallprüfung	130
5. Rückübertragung nach Ende der Finanzkrise?	131
<i>IV. Rechtfertigung II: Eigentumsverfassungsrechtliche Anforderungen an die Ausgestaltung des Finanzsystems</i>	132
1. Verfassungsrechtliche Anforderungen an Inhalts- und Schrankenbestimmungen	132
a) Bestandsgarantie	133
b) Institutsgarantie	135
c) Grundrechtsbindung des Handelns im Einzelfall	135
2. Aktienrechtliche Modifikationen zur Ermöglichung von Rettungsübernahmen	136
3. Anleihebedingungen zur Ermöglichung staatlicher Resolvenz	139
4. Regelungen zum <i>Bail-in</i> von Kapitalinstrumenten	142
a) Sanierungs- und Abwicklungsregime	142
b) Einwirkung in bestehende Anlagepositionen	144
<i>V. Ergebnisse</i>	144

§ 6. Vereinigte Staaten von Amerika:

Eigentumsschutz in <i>heavily regulated industries</i> ?	147
<i>I. Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz in den USA</i>	148
<i>II. Eigentumsschutz in heavily regulated industries</i>	149
1. Lösung vom Sacheigentum	150
2. Die Entscheidungen zu den Übernahmen von <i>AIG</i> und <i>Fannie Mae/Freddie Mac</i>	150
3. Ausschluss verfassungsrechtlichen Eigentumsschutzes durch Gesetzgebung?	151
4. Perspektiven eines Eigentumsschutzes in <i>heavily regulated industries</i>	153
5. Ergebnis	155
<i>III. Financial takings</i>	155
1. <i>Takings</i> -Standards	156
2. <i>Physical occupation</i> virtueller Güter?	160
3. <i>Lucas-type takings</i>	162
4. <i>Regulatory takings</i>	163
5. Zusammenfassung und Anwendung auf Beispielfälle	166
<i>IV. Inhaltliche und prozedurale Vorgaben für Finanzmarkt Eingriffe</i>	167
1. Gesetzesvorbehalt (<i>illegal exaction doctrine</i>)	168
2. Verfahrensanforderungen	169
3. Inhaltliche Vorgaben	171
a) Eingeschränkte inhaltliche Kontrolle	171
b) Konsequenzen für die Beurteilung von Maßnahmen der Finanzmarktstabilisierung	172
c) Perspektiven stärkerer inhaltlicher Kontrolle?	173
4. Entschädigung	174
a) Ausgangspunkt: Marktpreisentschädigung	175
b) Bemessung im Zeitpunkt der staatlichen Maßnahme	176
c) Berücksichtigung hypothetischer Marktentwicklungen	177
d) Anwendung einer <i>emergency exception</i> ?	177
<i>V. Ergebnisse</i>	179

§ 7. EMRK, GrCh, HRA: Wie weit reicht die *margin of appreciation* in Krisenzeiten?

181

<i>I. Eigentumsschutz in EMRK, GrCh und Human Rights Act</i>	181
1. Eigentumsdogmatik des EGMR	182
2. Einfluss in nationalen Rechtsordnungen, insbesondere: <i>Human Rights Act</i>	183
3. Eigentumsschutz im Europäischen Unionsrecht	186
<i>II. Finanzanlagen als Eigentumspositionen</i>	189
1. Eigentumsdefinition	190

2. Rechtsprechung zum Aktieneigentum	192
3. Konventionsrechtlicher Schutz von Finanzinstrumenten	193
<i>III. Eingriffsformen</i>	194
1. Eigentumsbeeinträchtigungen	195
2. Übernahme von Finanzinstituten	198
3. Bankenabwicklung	201
4. Maßnahmen gegenüber Staatsgläubigern	203
<i>IV. Rechtfertigungsbedingungen für Finanzmarkteingriffe</i>	204
1. Anforderungen an Eigentumsbeeinträchtigungen	204
a) Eigentumsentziehungen	205
b) Nutzungsregelungen und sonstige Eigentumseingriffe	207
c) Übertragung auf die Anwendung von Human Rights Act und GrCh	208
2. Gesetzesvorbehalt und Rechtmäßigkeit	209
3. Öffentliches Interesse und Verhältnismäßigkeit	211
a) Entscheidungen zu <i>Northern Rock</i> (EGMR) und <i>Hypo Alpe Adria</i> (Österreichischer Verfassungsgerichtshof)	211
b) Intensivere Prüfung in künftigen Krisen?	212
c) Grundsätzliche Zulässigkeit von Maßnahmen der Finanzmarktstabilisierung	213
d) Legitime Anlegererwartungen und Verbot staatlicher Bereicherung	214
4. Entschädigung	215
5. Gleichbehandlung gleichrangiger Anleger	216
<i>V. Ergebnisse</i>	219
§ 8. Internationales Investitionsschutzrecht: „ <i>Opening Pandora’s Box?</i> “	221
<i>I. Investitionsschutz als Eigentumsschutz</i>	222
1. Die Struktur internationaler Investitionsschutzabkommen	223
2. Schadensersatzansprüche und Durchsetzung	225
<i>II. „Opening Pandora’s Box?“ – Finanzanlagen als Investitionsgüter?</i>	226
1. Vertragliche Investitionsbegriffe	227
a) Regelbeispielstechnik	227
b) <i>Territorial link</i>	231
2. Investitionsbegriff des Art. 25 ICSID-Konvention	232
a) Entwicklung der <i>Salini</i> -Kriterien	233
b) <i>More flexible approach</i>	234
c) Argentinien-Entscheidungen	235
d) <i>Poštová banka</i>	236
e) Übertragung auf andere Finanzinstrumente	237
3. Perspektiven	239

<i>III. Der Enteignungstatbestand im Investitionsschutzrecht</i>	241
1. Völkerrechtlicher Enteignungsschutz	241
2. Schiedsgerichtliche Entscheidungen	244
3. Feinsteuerung der Abwägung in neueren Verträgen	247
4. Anforderungen an die Entschädigung	248
<i>IV. Anforderungen an die gerechte und billige Behandlung von Finanzanlegern</i>	250
1. Schutz legitimer Erwartungen	250
2. Schiedsgerichtliche Entscheidungen zu Schuldenschnitten	252
3. Rekapitalisierung von Finanzinstituten	253
4. Sonstige Vorgaben des Grundsatzes billiger und gerechter Behandlung	255
<i>V. Finanzkrisen im System des Investitionsschutzrechts</i>	257
1. Völkerrechtliche Notstandseinrede	257
2. Spezifische Regelungen	259
<i>VI. Ergebnisse</i>	261
Teil 3. Strukturen: Ausgleich individueller Anlage- und kollektiver Stabilitätsinteressen im rechtlich konstituierten Finanzsystem	263
§ 9. Finanz Eigentum	265
<i>I. Entscheidungsstrukturen</i>	266
1. Deutsches und US-amerikanisches Verfassungsrecht	266
2. EMRK	267
3. Investitionsschutzabkommen	268
4. Ergebnisse	269
<i>II. Identifizierung von Eigentumsobjekten</i>	269
1. Sacheigentum als Leitbild	270
2. EMRK, GrCh	271
3. Art. 25 ICSID-Konvention	271
<i>III. Internationale Anerkennung des Finanz Eigentums</i>	272
§ 10. Eigentumseingriffe zur Finanzmarktstabilisierung	275
<i>I. Typisierungen</i>	276
1. Unterschiedliche Kategorisierungen der verschiedenen Rechtsordnungen	276
2. Beispiele staatlicher Eingriffe	277
3. Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen als Eigentumseingriffe	278
4. Ergebnisse	280
<i>II. Nivellierungen</i>	281
1. Art. 14 GG	281

2. EMRK, internationales Investitionsschutzrecht	282
3. US-amerikanisches Recht	283
<i>III. Finanzmarktstabilisierung als legitimes Eingriffsziel</i>	<i>283</i>
1. Entscheidungen zur globalen Finanzkrise	285
2. Auseinandersetzung mit der tatsächlichen Gefährdungslage	286
3. Abgrenzung zu fiskalisch motivierten Eigentumsentziehungen	288
a) Bankenabwicklungsregime	289
b) Situative Maßnahmen	289
c) Restrukturierung von Staatsfinanzen	290
 § 11. Interessenausgleich	 293
<i>I. Abwägung statt Ausnahmezustand</i>	<i>294</i>
1. Deutschland	295
2. USA	296
3. EMRK	297
4. Internationales Investitionsschutzrecht	298
5. Ergebnis	298
<i>II. Bestandschutz und Wertgarantie</i>	<i>299</i>
1. Bestandsinteresse des Eigentums	300
2. Entschädigungsbemessung	301
a) Marktwertgerechte Entschädigung als Ausgangspunkt	302
b) Marktwertbestimmung in der Finanzkrise	303
c) Normativ begründete Abweichungen von der Marktwertentschädigung	303
d) Kritik der Entscheidung des EGMR zur <i>Northern-Rock</i> -Übernahme	304
e) Entschädigung bei Bankenabwicklungen	305
3. Rückübertragung nach erfolgter Finanzmarktstabilisierung	305
<i>III. Prinzipien</i>	<i>306</i>
1. Präferenz für Maßnahmen auf gesetzlicher Grundlage	306
2. Präferenz in die Zukunft gerichteter Ausgestaltung	308
3. Exekutive Handlungsspielräume und gerichtliche Kontrolle	309
4. Anlegergleichbehandlung	311
5. Verbot staatlicher Bereicherung	312
6. Insolvenzwertgarantie	312
7. Prozedurale Dimension des Eigentumsschutzes	313

Teil 4. Ergebnisse und Perspektiven: Das Finanzsystem als Eigentumsordnung	315
§ 12. Ergebnisse der verfassungsvergleichenden Untersuchung	317
<i>I. Eigentumsschutz als Ausgangspunkt, Eingriffe als rechtfertigungsbedürftige Ausnahme</i>	318
<i>II. Mindestgarantien des Eigentumsschutzes</i>	319
<i>III. Möglichkeiten einer gesetzgeberischen Ausgestaltung von Finanzanlagen</i>	320
§ 13. Eigentumstheorie des Finanzsystems	323
<i>I. Normgeprägtes Finanzvermögen</i>	323
<i>II. Finanzvermögen und das kollektive Gut der Finanzstabilität</i>	326
<i>III. Verantwortungsdimension des Finanzvermögens</i>	328
§ 14. Bedeutung des Eigentumsschutzes in Finanzkrisen	331
<i>I. Zur gerichtlichen Aufarbeitung der globalen Finanzkrise</i>	331
1. Einschätzungsspielräume	331
2. Evozierung eines „Ausnahmestands“	332
3. Verschleißung von Rechtswegen durch formale Argumentation	333
4. Unzureichende Wertermittlung bei der Entschädigung	334
<i>II. Regulatorischer moral hazard?</i>	335
<i>III. Eigentumsrechtlicher Anlegerschutz in künftigen Finanzkrisen</i>	336
1. Rechtsschutz bei Bankenabwicklungen	337
2. Rechtsschutz von Staatsgläubigern	338
3. Rechtsbehelfe gegen situative hoheitliche Eingriffe	339
Literaturverzeichnis	341
Sachregister	375

Abkürzungen und Hinweise zur Zitierung

Die in Text, Fußnoten und Literaturverzeichnis verwendeten Abkürzungen entsprechen *Hildebert Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, München, 8. Aufl. 2015 sowie dem Cardiff Index of Legal Abbreviations, <http://www.legalabbrevs.cardiff.ac.uk/>.

Darüber hinaus werden folgende Abkürzungen verwendet:

AIG	American Insurance Group
APuZ	Aus Politik und Zeitgeschichte (Zeitschrift)
BIT	Bilateral Investment Treaty (Bilateraler Investitionsschutzvertrag)
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive (Bankenabwicklungsrichtlinie, Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen)
BSchuWG	Gesetz zur Regelung des Schuldenwesens des Bundes
Bull World Health Organ.	Bulletin of the World Health Organization (Zeitschrift)
c.	contre (gegen)
CETA	Comprehensive Economic and Trade Agreement (Umfassendes Wirtschafts- und Handelsabkommen)
CJIL	Chicago Journal of International Law (Zeitschrift)
conc.	Concurring Opinion (im Ergebnis zustimmendes Sondervotum)
CRD IV	Capital Requirements Directive (Eigenkapitalrichtlinie) IV (Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG)
ders.	dieselbe
dies.	dieselbe, dieselben
diss./Diss. Op.	Dissenting Opinion (das Ergebnis nicht mittragendes Sondervotum)
DJCLPP	Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy
DOI	Digital Object Identifier (Digitaler Objektbezeichner)
DZPhil	Deutsche Zeitschrift für Philosophie
ECT	Energy Charter Treaty (Energiecharta-Vertrag)
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EFSM	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
EPSR	European Political Science Review (Zeitschrift)
ESLR	Edinburgh Student Law Review (Zeitschrift)

ESM	Europäischer Stabilisierungsmechanismus
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FMStBG	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz (Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“)
FMStFG	Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
G 20	Gruppe der Zwanzig
GAIA	GAIA. Ökologische Perspektiven für Wissenschaft und Gesellschaft (Zeitschrift)
GSE	Government-sponsored enterprise (Sonderstatus US-amerikanischer Finanzinstitute)
GWP	Gesellschaft. Wirtschaft. Politik (Zeitschrift)
HaaSanG	Bundesgesetz über Sanierungsmaßnahmen für die Hypo Alpe Adria Bank International AG (Österreich)
Hofstra JIBL	Hofstra Journal of International Business and Law (Zeitschrift)
HRE	Hypo Real Estate
ICL Journal	Vienna Journal of International Constitutional Law (Zeitschrift)
ICSID	International Centre for Settlement of Investment Disputes (Internationales Zentrum zur Beilegung von Investitionsstreitigkeiten)
IIA	International Investment Agreement (Internationales Investitionsschutzabkommen)
insb.	insbesondere
IPbpR	Internationaler Pakt über bürgerliche und politische Rechte vom 19.12.1966 (BGBl. 1973 II 1553)
JEBO	Journal of Economic Behavior and Organization (Zeitschrift)
JEDC	Journal of Economic Dynamics and Control (Zeitschrift)
JEI	Journal of Economic Issues (Zeitschrift)
JEP	Journal of Economic Perspectives (Zeitschrift)
JEvolE	Journal of Evolutionary Economics (Zeitschrift)
JöFin	M. Junkernheinrich u. a. (Hrsg.), Jahrbuch für öffentliche Finanzen, Berlin 2009 ff.
JWIT	Journal of World Investment & Trade (Zeitschrift)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente) II (Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU)
MJIEL	Manchester Journal of International Economic Law (Zeitschrift)
N.Y.U.J. Law & Bus.	New York University Journal of Law & Business (Zeitschrift)
N.Y.U.J. Law & Lib.	New York University Journal of Law & Liberty (Zeitschrift)
NAFTA	North American Free Trade Agreement (Nordamerikanisches Freihandelsabkommen)
NC Banking Inst.	North Carolina Banking Institute Journal (Zeitschrift)
No.	Number (Nummer)
o.V.	ohne Verfasserangabe

ReStat	Review of Economic and Statistics (Zeitschrift)
RettungsG	Gesetz zur Rettung von Unternehmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes
SAG	Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen
sect./Sect.	Section (Abschnitt eines Gesetzes)
SRM	Single Resolution Mechanism (Einheitlicher Abwicklungsmechanismus)
SRM-VO	Verordnung über den Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Verordnung [EU] Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014 zur Festlegung einheitlicher Vorschriften und eines einheitlichen Verfahrens für die Abwicklung von Kreditinstituten und bestimmten Wertpapierfirmen im Rahmen eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus und eines einheitlichen Abwicklungsfonds sowie zur Änderung der Verordnung [EU] Nr. 1093/2010)
StGG	Staatsgrundgesetz über die allgemeinen Rechte der Staatsbürger (Österreich)
TTIP	Transatlantic Trade and Investment Partnership (Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft)
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung)
u. a.	und andere
v.	von/vom
Wash. & Lee L Rev.	Washington and Lee Law Review (Zeitschrift)
Wash. U. L Rev.	Washington University Law Review (Zeitschrift)
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter (Zeitschrift)
ZGE/IPJ	Zeitschrift für geistiges Eigentum/Intellectual Property Journal
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Soweit nicht anders angegeben, können die zitierten Entscheidungen des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte (EGMR) und der Europäischen Kommission für Menschenrechte (EKMR) über ihre ECLI-Nummer unter <https://hudoc.echr.coe.int/>, die des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) und des Gerichts der Europäischen Union (EuG) unter curia.europa.eu/juris im Volltext abgerufen werden. Investitionsschutzrechtliche Schiedssprüche sind unter <https://www.italaw.com/> zu finden. Investitionsschutzrechtliche Musterverträge werden zitiert nach Chester Brown (Hrsg.): *Commentaries on Selected Model Investment Treaties*, Oxford 2013; sonstige Investitionsschutzverträge nach der Datenbank <http://investmentpolicyhub.unctad.org/IIA>. Für Entscheidungen deutscher und europäischer Gerichte wird zum Teil auf die Datenbanken Beck-online Rechtsprechung (BeckRS, <https://beck-online.beck.de/Home>) und juris: Das Rechtsportal (juris, <https://www.juris.de/jportal/index.jsp>) verwiesen.

Sämtliche Online-Fundstellen wurden zuletzt am 13.12.2018 aufgerufen.

§ 1. Einleitung: Die gerichtliche Aufarbeitung der Finanzkrise als Ausgangspunkt internationaler Prinzipienbildung

„Das Recht lernt aus Anlaß von Konflikten.
Es würde ohne Konflikte nicht entstehen bzw.
nicht erneuert und vergessen werden.“¹

„Unfortunately, even with improvements in all
these areas [of financial regulation], crises will
likely recur. How one responds to crises will
thus remain important.“²

Zehn Jahre nach dem Beginn der globalen Finanzkrise sind ihre ökonomischen Auswirkungen in den meisten Volkswirtschaften überwunden.³ Ihre rechtliche Aufarbeitung ist jedoch noch in vollem Gange und beschäftigt zahlreiche nationale und internationale Gerichte und Schiedsgerichte.⁴ Gegenstand der Auseinandersetzungen sind dabei häufig hoheitliche Maßnahmen, die der unmittelbaren Finanzmarktstabilisierung dienen, zugleich jedoch zu Verlusten von Anlegern (Aktionären und Gläubigern, einschließlich Bankeinlegern) führten. Die Verfahren betreffen staatliche Übernahmen insolvenzgefährdeter Finanzinstitute, Sanierungs- und Abwicklungsregime, bei denen eine zumindest temporäre Fortführung von Unternehmen durch die hoheitlich veranlasste Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital ermöglicht wurde, sowie die einseitige Änderung von

¹ Luhmann, *Recht der Gesellschaft*, S. 567; s. a. *ders.*, *Konflikt und Recht*, S. 110 ff.

² Claessens/Kodres, *Regulatory Response*, S. 29.

³ Für Deutschland vgl. etwa *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2015/16, Rn. 185 ff.; für die USA *Executive Office of the President*, *The Financial Crisis: Five Years Later*, 2013, S. 12 ff.; ausführlich im internationalen und historischen Vergleich *Reinhart/Rogoff*, *Am.Ec.Rev.* 104 (2014), S. 50 ff. (53 f.).

⁴ Erste Überblicke über die Finanzkrisen-Verfahren finden sich für das US-amerikanische Recht bei *Zaring*, *Va.L.Rev.* 100 (2014), S. 1405 ff., für das Europäische Unionsrecht bei *v. Bonin/Glos*, *WM* 2014, S. 1653 ff.; zum internationalen Investitionsschutzrecht *Müller*, *Konstitutionelle Garantien*, S. 221 ff. Ausführlich unten § 2.

Staatsanleihebedingungen. Beispielhaft zu nennen sind die Übernahmen der Finanzinstitute *Hypo Real Estate (HRE)* in Deutschland, *Fannie Mae*, *Freddie Mac* und *AIG* in den Vereinigten Staaten von Amerika und *Northern Rock* im Vereinigten Königreich, der Schuldenschnitt zugunsten der verstaatlichten *Hypo Alpe Adria* in Österreich, der Gläubiger-*Bail-in* in Zypern und die Restrukturierung griechischer Staatsanleihen.

Die Verfahren fördern Intensität und Erscheinungsformen hoheitlicher Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung während der Krise zutage.⁵ Zugleich veranschaulichen sie einen zentralen, in vielen Rechtsordnungen zu beobachtenden Konflikt, der auch in künftigen Finanzmarktkrisen auftreten wird: Individuelle Anlageinteressen kollidieren mit einem kollektiven Stabilitätsinteresse, wenn die Zahlungsunfähigkeit sog. systemrelevanter Finanzinstitute oder öffentlicher Haushalte droht. Individuell erscheint die Aufrechterhaltung der vollständigen Forderungsposition häufig vorteilhaft, einem kollektiven Interesse entspricht es jedoch, Stabilisierungsmaßnahmen unter Haftungsbeteiligung der Anleger herbeizuführen und so der drohenden Materialisierung sog. systemischer Risiken zu begegnen.⁶ Den bisherigen Entscheidungen gelingt die Aufarbeitung dieses Konflikts nur zum Teil: Die genaue Analyse zeigt, dass sich die Gerichte allzu häufig hinter formalen Ausschlussstatbeständen und vagen Pauschalbegründungen zurückziehen und die zuerkannten staatlichen Handlungsspielräume kaum konturieren.⁷ Dennoch zeigt sich in den Verfahren ein zentraler Anknüpfungspunkt, der Grundlage einer dringend erforderlichen Prinzipienbildung auf internationaler Ebene sein könnte: In verschiedenen Rechtssystemen wird – wenn auch mit Unterschieden und teilweise heftigen Auseinandersetzungen im Detail – zumindest diskutiert, Finanzanlagen als Eigentumspositionen und hoheitliche Finanzmarktinterventionen als Eigentumseingriffe zu verstehen und sie so einer rechtlichen Betrachtung, insbesondere einer grundrechtlich ausgerichteten Rechtfertigungsprüfung zugänglich zu machen.

Die Arbeit greift diese Konvergenz verschiedener nationaler und internationaler Rechtsordnungen auf und verbindet sie mit dem in der Literatur verschiedentlich unterbreiteten Vorschlag, die „Ordnungsidee des Eigentums“ für das Finanzmarktrecht fruchtbar zu machen.⁸ Dabei wird die Arbeit zum einen die Auffassung vertreten, dass das Institut grund- und menschenrechtlichen Eigen-

⁵ Zum zeitgeschichtlichen Wert der Finanzkrisenverfahren *Mahoney*, Geo. Mason L. Rev. 23 (2016), S. 299 ff. (300).

⁶ Ausführlich, auch zu den Konzepten der Systemrelevanz und des systemischen Risikos, unten § 3.

⁷ § 2.

⁸ Vgl. *Kirchhof*, Rückbesinnung, S. 7 ff.; *Deppenheuer*, Vertrauen, S. 5. Zum Plädoyer für die fokussierte Betrachtung von Eigentumspositionen im Finanzsystem auch *Davidson/Dyal-*

tumsschutzes eine international hinreichend konsolidierte Grundlage des Ausgleichs individueller und kollektiver Interessen darstellt, die geeignet ist, den analysierten Grundkonflikt theoretisch abzubilden. Zum anderen schlägt die Arbeit vor, aus einer rechtsvergleichenden Betrachtung Prinzipien des Individualschutzes gegen hoheitliche Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen zu gewinnen, die Gegenstand einer internationalen Verständigung sein könnten. Eine solche erscheint auf zwei Wegen möglich: einerseits im Rahmen einer verstärkten Harmonisierung des Eigentums- und Investitionsgüterschutzes, andererseits durch die Erarbeitung inter- und supranationaler Standards für den Umgang mit zukünftigen Finanzkrisen.⁹

I. Gang der Darstellung

Aus dieser Zielsetzung ergibt sich der Gang der Arbeit: An ihrem Beginn stehen konkrete Verfahren, die in verschiedenen Staaten zur Finanzkrisenbewältigung ergriffene Stabilisierungsmaßnahmen zum Gegenstand haben. Dabei wird die in der Literatur schon während der Krise beschriebene „Wiederkehr des Staates“, d. h. die Anwendung bisher kaum gekannter Formen unmittelbarer Zugriffe auch auf individuelle Anlagepositionen, deutlich.¹⁰ Auch zeigt sich, dass einige Gerichte dazu tendieren, angesichts von Drastik und Unerwartetheit der Finanzkrise weitreichende staatliche Einschätzungs- und Handlungsspielräume anzuerkennen und individuellen Anlegerschutz mit oft allgemeinen und vagen Ausführungen hinter Stabilisierungsinteressen zurückzustellen (§ 2).

Hauptziel der Arbeit ist jedoch nicht die Kritik staatlicher Maßnahmen oder ihrer gerichtlichen Aufarbeitung: Beides bildet nur die Hintergrundfolie für die in Zukunft zu leistende Prinzipienbildung. Diese ist notwendig, weil angesichts der in den vergangenen Jahren kaum eingedämmten globalen Vernetzung des Finanzsystems auch in Zukunft mit globalen Krisen erheblichen Ausmaßes zu rechnen sein wird.¹¹ Soweit die in der vergangenen Krise anerkannten Handlungsspielräume auf der Unerfahrenheit im Umgang mit systemischen Finanzkrisen beruhen, wird jedenfalls dieser Rechtfertigungsgrund in Zukunft entfallen. Es bedarf dann einer umfassenden Würdigung des Konflikts individueller

Chand, Fordham L.Rev. 78 (2010), S. 1607 ff. (1639); *Herzog*, DZPhil 62 (2014), S. 415 ff.; ausführlich dazu § 4.

⁹ Zu Ansätzen § 4.I.

¹⁰ *Droege*, DVBl 2009, S. 1415 ff.

¹¹ Vgl. *Kindleberger/Aliber*, Manias, S. 191 ff.; *Reinhart/Rogoff*, Dieses Mal, S. 386 f., 392 ff.; *Buckley/Arner*, Crisis; *Schwarz*, Perspectives, S. 40 f.; *Davidson*, Md.L.Rev. 75 (2016), S. 722 (724).

und kollektiver Interessen. Die Arbeit schließt deshalb in zweifacher Hinsicht an die dargestellten Verfahren an: Zum einen bemüht sie sich um eine präzisere theoretische Fassung des Konflikts zwischen Anlage- und Stabilitätsinteressen, der der hoheitlich veranlassten Finanzmarktstabilisierung zulasten privater Anleger zugrunde liegt (§ 3). Zum anderen greift sie den Befund auf, wonach sich Standards des nationalen und internationalen Eigentums- und Investitionsgüterschutzes zum zentralen Anknüpfungspunkt der rechtlichen Beurteilung staatlicher Maßnahmen der Finanzmarktstabilisierung entwickelt haben, und zeigt, dass vereinzelt erhobene theoretische Bedenken gegen die Anerkennung eines eigentumsverfassungsrechtlichen Schutzes von Finanzanlagen nicht verfangen (§ 4).

Im Mittelpunkt der Arbeit steht sodann eine vergleichende Bestandsaufnahme: Auf der Basis verschiedener Systeme des Eigentums- und Investitionsgüterschutzes sollen die Möglichkeiten ausgelotet werden, hoheitliche Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen als eigentumsverfassungsrechtliche Fragestellung zu begreifen. Ferner soll analysiert werden, welcher argumentative Strukturgewinn mit einem solchen Verständnis verbunden ist sowie welche Anforderungen an die Rechtfertigung hoheitlicher Finanzmarkt eingriffe sich aus einem grundrechtlichen Verständnis von Finanzanlagen gewinnen lassen. Dabei werden auch Unterschiede verschiedener Systeme des Eigentums- und Investitionsgüterschutzes deutlich. Diese sind nicht nur terminologischer, sondern oft auch inhaltlicher Art und werden bei allen Versuchen einer internationalen Harmonisierung des Eigentumsschutzes zu berücksichtigen sein.

Analysiert wird zunächst der Zugang des deutschen Verfassungsrechts. Dieser verdient eine besonders eingehende Darstellung nicht nur aufgrund der Tatsache, dass im Normtext von Art. 14 GG die Idee einer kollektiven Dimension des durch die Gesetze geprägten Eigentums besonders deutlich wird. Der eigentumsrechtliche Schutz von Finanzanlagen hat in den vergangenen Jahren auch wesentliche Bedeutung in der Entwicklung des Finanzmarktrechts erlangt: Zum einen wird das System des Ausgleichs zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären innerhalb einer Gesellschaft unmittelbar aus Art. 14 GG gewonnen; die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts prägt deshalb das System aktienrechtlicher Abfindungsansprüche.¹² Zum anderen bildete die Norm auch den zentralen Prüfstein der krisenbedingten Finanzmarktgesetzgebung des Jahres 2009.¹³ Auf

¹² Ausführlich Klöhn, System, S. 77 ff. Vgl. zuletzt vor allem die Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts zu *Squeeze-out* (zuletzt BVerfG, WM 2013, 129 – „Verzinsungslücke“ [2012]) und *Delisting* (BVerfGE 132, 99 [120] – FRoSTA [2012], daran anschließend BGH, NJW 2014, 146).

¹³ Vgl. *LG München I*, NZG 2011, 390 (vollständig: BeckRS 2011, 03164); *OLG München*, NZG 2011, 1227 (vollständig: BeckRS 2011, 23448) (*Squeeze-out*); *LG München I*, BeckRS

dieser Grundlage ergibt sich nicht nur eine relativ klare Einordnung verschiedener Formen von Finanzmarkt eingriffen; es lassen sich auch inhaltliche Anforderungen an den Ausgleich verschiedener Interessen gewinnen (§ 5).

Anders stellt sich die Ausgangslage in den Vereinigten Staaten von Amerika dar: Dort wurden Klagen im Zusammenhang mit der staatlichen Übernahme der Hypothekenbanken *Fannie Mae* und *Freddie Mac* und des Versicherungskonzerns *AIG* zwar auch auf verfassungsrechtliche Eigentumsschutzbestimmungen gestützt – die *takings clause* und die *due process clause* des 5. Zusatzartikels zur US-amerikanischen Verfassung.¹⁴ Anders als deutsche Anleger, die auf eine zumindest im Grundsatz etablierte Anwendung von Art. 14 GG auf Finanzinstrumente verweisen konnten, begaben sich die Kläger dort aber auf ungewohntes Terrain: In der Literatur war die Rede von einer „creative litigation“¹⁵, die eine „novel theory“¹⁶ des Eigentumsverfassungsrechts entwickle. „Takings law“, so hieß es, „has taken an unexpected turn in the wake of the 2008 financial crisis.“¹⁷ Entsprechend zeigten sich im gerichtlichen Umgang mit der Problematik Schwierigkeiten und werden in der Literatur zum Teil grundsätzliche Auseinandersetzungen geführt, deren Studium aus rechtsvergleichender Perspektive lohnenswert erscheint.¹⁸ Dies gilt insbesondere deshalb, weil dem US-amerikanischen

2012, 17121 (Kapitalerhöhung); *LG München I*, NZG 2014, 498; *OLG München*, BeckRS 2015, 08628 (Höhe der Barabfindung). Aus der Literatur *Appel/Rossi*, Finanzmarktkrise, 2009; *Bachmann*, ZIP 2009, S. 1249 ff.; *Bauer*, DÖV 2010, S. 20 ff.; *Becker/Mock*, DB 2009, S. 1055 ff.; *Böckenförde*, NJW 2009, S. 2484 ff.; *Brück u. a.*, BB 2009, S. 1306 ff.; *Dresenkamp*, Squeeze-out, 2012; *Droege*, DVBl 2009, S. 1415 ff.; *Engels*, BKR 2009, S. 365 ff.; *Götz*, NZG 2010, S. 412 ff.; *Gurlit*, NZG 2009, S. 601 ff.; *Haertlein*, NZG 2009, S. 576 ff.; *Hofmann*, NVwZ 2009, S. 673 ff.; *Hopt u. a.*, WM 2009, S. 821 ff.; *Kroll*, Finanzmarktstabilisierungsgesetz, S. 355 ff.; *Langenbacher*, ZGR 2010, S. 75 ff.; *Marotzke*, JZ 2009, S. 763 ff.; *Möllers*, ZBB 2009, S. 149 ff.; *Pfab*, BayVBl 2010, S. 65 ff.; *Rinze/Ohler*, NJW 2009, S. 1847 ff.; *Uechritz*, NVwZ 2010, S. 1472 ff.; *Voland*, NZG 2012, S. 694 ff.; *Wolfers/Rau*, NJW 2009, S. 1297 ff.; *Wolff*, Aktienrechtliche Sonderrechte, S. 260 ff.; *Zuck*, DÖV 2009, S. 558 ff. (562 ff.); mit breiterem Fokus die Beiträge in *Deppenheuer* (Hrsg.), Eigentumsverfassung, 2009.

¹⁴ Vgl. zu *Fannie Mae/Freddie Mac United States District Court (District of Columbia)* 70 F. Supp. 3d 208 (2014); *United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit v. Perry Capital LLC*, No. 14-5243, Perry Capital LLC v. Mnuchin; zu *AIG United States Court of Federal Claims*, *Starr Int'l Co v. United States*, 106 Fed Cl 50 (2012) (*Starr International I*); *United States Court of Federal Claims*, *Starr International Co. v. United States*, 121 Fed. Cl. 428 (2015) (*Starr International II*); *United States Court of Appeals for the Federal Circuit*, *Starr International Company, Inc. et al. v. United States*, No. 2015-5103, 2015-5133 (Fed. Cir. 2017), <http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/cafc/15-5103/15-5103-2017-05-09.html>.

¹⁵ *Davidoff Solomon/Zaring*, B.U.L.Rev. 95 (2015), S. 371 ff. (410).

¹⁶ *Morris*, U.Pa.J.Int'l Bus.L. 16 (2014), S. 897 ff. (899).

¹⁷ *Mahoney*, Geo. Mason L. Rev. 23 (2016), S. 299 ff. (299).

¹⁸ In der Literatur finden sich Beiträge zur Diskussion etwa bei *Berger*, Hofstra JIBL 12 (2013), 341 ff. (353); *Davidson*, Property Rights Conference Journal 3 (2014), S. 187 ff.

Modell besondere Bedeutung bei der Präzisierung internationaler Standards des Investitionsgüterschutzes, etwa im Rahmen der Verhandlungen über eine Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft,¹⁹ zukommt (§ 6).

Aus deutscher Sicht noch unmittelbarer von Bedeutung ist die Behandlung von Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen auf Basis der Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK), der Europäischen Grundrechte-Charta (GrCh) und des internationalen Investitionsgüterschutzes. EMRK und Investitionsschutzrecht überlagern das nationale Eigentumsverfassungsrecht zumindest insofern, als sie eigenständige Rechtsbehelfe gegen nationale Maßnahmen zur Verfügung stellen.²⁰ Der Europäischen Grundrechtecharta kommt besondere Bedeutung als zentralem grundrechtlichen Prüfstein der seit der Krise erheblich intensivierten europäischen Finanzmarktgesetzgebung zu.²¹ Aufgrund der weitgehend übereinstimmenden Eigentumsdogmatik von EGMR und EuGH können die Vorgaben von Art. 1 1. ZP EMRK und Art. 17 GrCh gemeinsam analysiert werden.²² In die Betrachtung einbezogen werden können ferner die Entscheidungen englischer Gerichte²³ und des Österreichischen Verfassungsgerichtshofs²⁴, deren Grundlage ebenfalls Art. 1 1. ZP EMRK war. Die hier zu analysierenden Entscheidungen von EGMR²⁵ und EuGH²⁶ stehen in starkem Kontrast zur US-amerikanischen Situation: Zwar wird die eigentumsverfassungsrechtliche

(203 f.); *ders.*, *Davidson*, Md.L.Rev. 75 (2016), S. 722 ff.; *Davidoff Solomon/Zaring*, B.U.L.Rev. 95 (2015), S. 371 ff.; *Epstein*, N.Y.U.J. Law & Bus. 10 (2014), S. 379 ff. (385 ff.); *ders.*, *Neb.L.Rev.* 93 (2015), S. 869 ff. (879); *ders.*, *Fannie/Freddie Fiasco*, S. 105 ff. (113); *Mahoney*, *Geo. Mason L. Rev.* 23 (2016), S. 299 ff.; *Merrill/Merrill*, U. Pa. L. Rev. 163 (2014), S. 165 ff. (204 ff.); *Morris*, U.Pa.J.Int'l Bus.L. 16 (2014), S. 897 ff. (916).

¹⁹ Dazu unten § 4.II.4, § 8.

²⁰ Unten § 4.II.4; § 7.I.

²¹ Vgl. für die im Zentrum dieser Arbeit stehende Finanzmarktstabilisierung die Einführung eines Sanierungs- und Abwicklungsregimes durch die Richtlinie 2014/59/EU v. 15.5.2014 Abl. EU L 173/190 v. 12.6.2014 (Bankenabwicklungsrichtlinie); umgesetzt durch das Sanierungs- und Abwicklungsgesetz, BGBl. I 2014, 2091; Verordnung (EU) Nr. 806/2014 v. 15.7.2014, Abl. EU L 225/1 v. 30.7.2014 (SRM-VO); Überblick bei *Philipp*, AG 2015, S. 77 ff. (78); *Engelbach/Friedrich*, WM 2015, S. 662 ff.; *Steck/Petrowsky*, DB 2015, S. 1391 ff. sowie unten § 2.II.2.

²² Dazu unten § 7.I.3.

²³ Zu *Northern Rock: High Court of Justice, Queen's Bench Division (England and Wales)* [2009] EWHC 227 (Admin); *England and Wales Court of Appeal (Civil Division)* [2009] EWCA Civ 788.

²⁴ Zum Hypo-Alpe-Adria-Sanierungsgesetz (HaaSanG): Österreichischer Verfassungsgerichtshof v. 3.7.2015, Az. G 239/2014-27, G 98/2015-27.

²⁵ Zu *Northern Rock: Dennis Grainger and others v. The United Kingdom*, Entsch. v. 10.7.2012, ECLI:CE:ECHR:2012:0710DEC003494010.

²⁶ *EuGH v. 20.9.2016 – verb. Rs. C-8/15 P bis C-10/15 P, Ledra Advertising*, ECLI:EU:C:2016:701.

Dimension von Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen ohne weiteres anerkannt. Die einigermaßen unpräzise Abwägungsdogmatik der Gerichte und die Anerkennung eines fast grenzenlosen staatlichen Einschätzungsspielraums verhinderten in den bisherigen Verfahren jedoch die Herausbildung klarer inhaltlicher Kriterien für Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen.²⁷ Auch hier ist also – unter Einbeziehung in der Literatur unterbreiteter Vorschläge und früherer Entscheidungen in Eigentumssachen – nach Perspektiven einer stärkeren grund- und menschenrechtlichen Einhegung von Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen zu fragen.²⁸ Möglich erscheint eine solche deshalb, weil sich die Anerkennung weitreichender Einschätzungsspielräume maßgeblich auf die situativen Umstände der nicht vorhergesehenen drastischen Finanzkrise der vergangenen Jahre stützte; ein Argument, das mit zunehmender Gewöhnung an Krisen künftig entfallen könnte (§ 7).

Das internationale Investitionsschutzrecht hat in den vergangenen Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen. Dies ist in formeller Hinsicht auf die noch immer steigende Zahl bilateraler Investitionsschutzverträge sowie die Vorbereitung multilateraler Freihandelsabkommen, die auch Investitionsschutzkapitel einschließen sollen,²⁹ zurückzuführen. Auch hat die Zahl internationaler Schiedsverfahren, insbesondere im Rahmen der ICSID-Schiedsgerichtsbarkeit, erheblich zugenommen.³⁰ Inhaltlich zeigt sich, dass auch komplexere Regulierungsfragen, etwa die deutsche Energiewende³¹, Fracking-Verbote³² und Einschränkungen der Tabakwerbung³³, als Gegenstände des internationalen Investitionsschutzrechts wahrgenommen werden. Verfahren im Zusammenhang der argentinischen Finanzkrise der Jahrtausendwende und später die globale Finanzkrise führten schließlich zu Auseinandersetzungen mit der Frage, inwieweit sich das Investi-

²⁷ Kritik an der geringen Begründungstiefe der Entscheidungen auch bei *Waibel*, EJIL: Talk!, 3.8.2012 (zur Entscheidung des EGMR); *Nettesheim*, EuZW 2016, S. 801 ff. (zur Entscheidung des EuGH).

²⁸ Aus der Literatur etwa *Calamita*, ICLQ 58 (2009), S. 119 ff.; *Nannery*, „Conscience of Europe“, *Potacs/Wutscher*, Journal für Rechtspolitik 22 (2014), S. 248 ff.; *Raschauer*, *ecolex* 2015, S. 928 ff.; *Retter*, *Wirtschaftsrechtliche Blätter* 2015, S. 601 ff. (605 ff.); *Ruffert*, ZG 2015, S. 51 ff.; *Waibel*, EJIL: Talk!, 3.8.2012; *Wutscher*, ICL-Journal 2015, S. 586 ff.; *Zemke*, CJIL 16 (2016), S. 591 ff.; allgemeiner zum Umgang mit Krisen *Gross/Ní Aoláin*, *Hum.Rts.Q.* 23 (2001), S. 625 ff.

²⁹ Vgl. zu CETA die unterzeichnete, aber noch nicht ratifizierte Fassung vom 14.9.2016, www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/10/28-eu-canada-trade-agreement; zu TTIP den Entwurf eines Investitionsschutzkapitels durch die EU-Kommission, Stand November 2015, trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=1230.

³⁰ Statistiken zu Vertrags- und Verfahrenszahlen in UNCTAD, *World Investment Report* 2014, S. 224 ff.; UNCTAD, IIA, *Issue Notes* No. 2, Juni 2016.

³¹ Vgl. *Rensmann/Frey*, *EnWZ* 2014, S. 243 ff.; *Gundel*, *EnWZ* 2016, S. 243 ff.

³² *Kleinheisterkamp*, *LSE Law: Policy Briefing*, No. 4, 2014.

³³ *Vadi*, *Public Health*, S. 110 ff.; *Mercurio*, *Bull World Health Organ* 92 (2014), S. 520 ff.

tionsschutzrecht auch zu einem Forum für die Beurteilung hoheitlicher Finanzmarkt eingriffe entwickeln könnte.³⁴ Die hierzu geführten Diskussionen,³⁵ etwa zum Investitionsbegriff, zur Reichweite investitionsrechtlichen Schutzes gegenüber staatlichen Regulierungsmaßnahmen und zur Geltung des internationalen Rechts in Krisenzeiten, werfen vielfältige, auch grundlegende Fragen internationalen Individualrechtsschutzes auf (§ 8).

Auf Basis dieser Betrachtungen sollen sodann die Möglichkeiten einer international harmonisierten, eigentumsbasierten Prinzipienbildung für hoheitliche Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen entwickelt werden. Dabei kann in struktureller Hinsicht auf ein dreistufiges Modell der Zuordnung individueller und kollektiver Interessen zurückgegriffen werden, das sich etwa in der deutschen Grundrechtsdogmatik von Schutzbereich, Eingriff und Rechtfertigung findet, sich darüber hinaus jedoch – mit Abweichungen in Details – in allen hier untersuchten Systemen des Eigentumsschutzes nachweisen lässt. Am Anfang steht die Anerkennung von Individualrechtsgütern. Im Wesentlichen gelangen alle Rechtsordnungen zu dem Ergebnis, dass Finanzanlagen Eigentumspositionen darstellen können. Die verschiedenen Spielarten fremd- und eigenkapitalbasierter Finanzinstrumente sowie Bankeinlagen zusammenfassend, wird in dieser Arbeit hierfür der Begriff des „Finanzeigentums“ verwendet.³⁶ Als Eigentum geschützte Individualpositionen sind hoheitlichem Zugriff grundsätzlich auch dann entzogen, wenn dieser zur Verwirklichung kollektiver Interessen geschieht. Gleichzeitig unterliegt die Reichweite ihrer Anerkennung und ihres Schutzes

³⁴ *Abaclat and ors. v. Argentina*, ICSID Case No. AB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4.8.2011; *Ambiente Ufficio S.p.A. and others v. Argentina*, ICSID Case No. ARB/08/9, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 8.2.2013, Rn. 415; *Giovanni Alemanni and ors. v. Argentina*, ICSID Case No. ARB/07/8, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 17.11.2014, Rn. 27; *Poštova banka, a.s., and ISTROKAPITAL SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case ARB/13/8, Award, 9.4.2015; bestätigt durch Decision on Poštová banka's Application for Partial Annulment of the Award, 29.9.2016.

³⁵ Aus der Literatur insbesondere *Alvarez/Khamsi*, Yearbook of International Investment Law & Policy 2008/2009, S. 379 ff.; *Burke-White/v. Staden*, Va.J.Int'l L. 48 (2008), S. 307 ff.; *Dekastros*, JWIT 14 (2014), S. 286 ff.; *Hobe/Griebel*, Goettingen Journal of International Law 2 (2010), S. 423 ff. (425); *Mendelson/Paparinskis*, JIBFL 28 (2013), S. 475 ff.; *Müller*, CMLJ 10 (2015), S. 276 ff. (283 f.); *Müller*, Konstitutionelle Garantien; *Norton*, CJIL 13 (2012), S. 291 ff.; *Waibel*, AJIL 101 (2007), S. 711 ff.; *ders.*, Sovereign Defaults; *ders.*, Creditor Protection, S. 431 ff. sowie zuletzt die Beiträge in Tams u. a. (Hrsg.), International Investment Law.

³⁶ Bisher taucht der Begriff in der Literatur nur vereinzelt und mit unterschiedlich nuancierter Bedeutung auf; vgl. etwa *Depenheuer*, Eigentum, § 111 Rn. 17: „das global agierende Betriebs- und Finanzeigentum“; *Kirchhof*, Ordnungsidee, S. 33: Staatsquote als „staatliche Herrschaft über das Finanzeigentum“. Zum Begriff des Finanzinstruments und verschiedenen Kategorien unten § 3.II; zu theoretischen Einwänden gegen die Anerkennung von Eigentumsrechten im Finanzsystem unten § 4.III.

jedoch gesetzlicher Festlegung. Das Finanzsystem ist rechtlich konstituierte Eigentumsordnung. Aus diesen Überlegungen folgt die Legitimation allgemeiner Finanzmarktgesetzgebung, die Eröffnung von Rechtsbehelfen des Eigentums- und Investitionsgüterschutzes sowie die Anwendbarkeit der Prüfungsstrukturen von Eigentumseingriffen auf Maßnahmen der Finanzmarktstabilisierung (§ 9).

Dies führt auf der zweiten Prüfungsstufe zu Möglichkeiten einer Typisierung dieser Maßnahmen. Bei der Abgrenzung verschiedener Formen von Eigentumseingriffen zeigen sich im Rahmen einer formalen Betrachtung erhebliche Unterschiede zwischen den hier untersuchten Rechtsordnungen. Zu beachten ist jedoch, dass die formellen Kategorisierungen zumeist durch materielle Wertungen überlagert werden, sodass sich auch hier Ansätze einer internationalen Harmonisierung ergeben können. Gleichzeitig ist jedoch vor unreflektierten terminologischen Anleihen aus anderen Rechtsordnungen zu warnen. Der Rechtsvergleich zeigt nämlich, dass in allen Rechtsordnungen die Zielsetzung hoheitlicher Finanzmarktstabilisierung zumindest in der Vergangenheit als hinreichender Rechtfertigungsgrund auch von Eingriffen in individuelle Rechtspositionen angesehen worden ist. Eine inhaltliche Grenzziehung ergibt sich vor allem insofern, als Maßnahmen, die lediglich fiskalischer Bereicherung dienen, im Allgemeinen für unzulässig gehalten werden (§ 10).

Diese Feststellung hat erhebliche Konsequenzen für das Verhältnis individueller und kollektiver Interessen: Sind einerseits Finanzanlagen grundsätzlich eigentumsrechtlich geschützt und erlaubt andererseits die Zielsetzung der Finanzmarktstabilisierung Eingriffe auch in bestehende Rechtspositionen, so muss ein angemessener Ausgleich zwischen beidem im Wege einer Einzelfallbetrachtung gefunden werden. Dabei haben sich Vorschläge für die Anerkennung einer absoluten Vorrangrelation zugunsten staatlichen Handelns im „Ausnahmestand“³⁷ in den untersuchten Rechtsordnungen nicht durchsetzen können, vielmehr scheint überall ein Abwägungsmodell vorherrschend zu sein. Gleichzeitig zeigen die Verfahren zur Finanzkrise sowie Neuregelungen, vor allem auf europäischer Ebene, dass es einen Bestandsschutz gegenüber Maßnahmen der Finanzmarktstabilisierung häufig nicht gibt: Weder kann der Entzug von Eigentumspositionen wirksam verhindert, noch kann eine Wiedereinsetzung in eine entzogene Rechtsposition verlangt werden. Dieser Befund ist zum einen kritisch zu hinterfragen; zum anderen muss er Anlass sein, besonderes Augenmerk auf die Bestimmung der Entschädigung bei Finanzmarkt eingriffen zu richten. Auch hierzu lassen sich dem Rechtsvergleich einige Anhaltspunkte entnehmen. Schließlich ergeben sich

³⁷ Dazu *Schmitt*, Politische Theologie, S. 13; zum Wiederaufgreifen dieses Arguments in modernen Krisendiskussionen *Agamben*, Ausnahmestand, S. 28 ff.; *Žižek*, Auf verlorenem Posten, S. 25 ff.

einige weitere inhaltliche sowie prozedurale Anforderungen, die Gegenstand einer internationalen Verständigung sein könnten (§ 11).

Die im Rechtsvergleich aufgezeigten Konvergenzen lassen sich in drei Leitsätzen zusammenfassen: Das Prinzip des Eigentumsschutzes bildet einen zentralen Prüfstein hoheitlicher Finanzmarkt Eingriffe, die nur in besonders begründeten Fällen rechtfertigungsfähig sind. Ist eine solche Rechtfertigung möglich, verbleiben immer noch einige inhaltliche und prozedurale Mindestgarantien. Während die Befugnis zu situativen hoheitlichen Eingriffen durch den Schutz bestehender Anlagepositionen beschränkt ist, bleiben dem Gesetzgeber große Spielräume zur Ausgestaltung des Finanzsystems und zur damit verbundenen, in die Zukunft gerichteten Definition von Eigentumsrechten (§ 12). Diese Ergebnisse führen schließlich zu einer allgemeineren Betrachtung der Konsequenzen eines eigentumsbasierten Verständnisses des Finanzsystems.³⁸ Einerseits lässt sich zeigen, dass die mit dem Eigentum verbundene Idee der Strukturierung individueller und kollektiver Interessen tatsächlich eine theoretische Erfassung des Konflikts von Anlegerschutz und Finanzmarktstabilisierung ermöglicht. Darstellen lässt sich insbesondere das Verhältnis zwischen Rechts- und Finanzsystem, zwischen Risiko und Haftung von Anlegern sowie zwischen individueller Berechtigung und kollektiver Verpflichtung von Finanzmarktakteuren. Das Finanzsystem als Eigentumsordnung zu verstehen bedeutet – so die These dieses Abschnitts – sich seiner durch das Rechtssystem begründeten Struktur, seiner gesellschaftlichen Verantwortung und der Legitimitätsbedingungen kollektiver Zugriffe bewusst zu werden (§ 13).

Andererseits ist jedoch kritisch zu hinterfragen, ob mit der theoretischen Anerkennung von Eigentumsrechten im Finanzsystem auch ein praktisch wirksamer Schutz gegenüber staatlichen Eingriffen verbunden ist. Auf den ersten Blick gibt die gerichtliche Aufarbeitung der globalen Finanzkrise tatsächlich Anlass zur Sorge, dass die Zulässigkeit von Grundrechtseingriffen dauerhaft der Beliebigkeit staatlicher Einschätzungsspielräume unterstellt und so unter dem Deckmantel der Finanzmarktstabilisierung eine unkontrollierte exekutive Machtausweitung ermöglicht werden könnte. Bei näherem Hinsehen zeigt sich jedoch, dass die gerichtlichen Entscheidungen im Wesentlichen auf die konkrete Situation der akuten und unvorbereiteten Krise beschränkt bleiben. Für die Zukunft ist für eine deutlich strengere Analyse der konkreten Umstände zu werben, zu der die hier entwickelten Prinzipien einige Anhaltspunkte beitragen könnten (§ 14).

³⁸ Zur Methodik der Verfassungsvergleichung als „Wechselspiel von Induktion und Deduktion, ein [...] Hin- und Herwandern des Blickes“ zwischen Theorie und vergleichender Verfassungsdogmatik vgl. *Schönberger*, VRÜ 2010, S. 6 ff. (26).

Sachregister

- Abaclat and ors. v. Argentina* 8, 12, 43f., 57, 226, 229, 231f., 235ff.
- Abwägung 7, 9, 11f., 40, 97, 110, 121f., 125, 127f., 129f., 133ff., 137, 139, 141, 145, 157, 163f., 166, 167, 178f., 207f., 214, 242ff., 246, 247, 251, 254, 256f., 260f., 277, 280ff., 285, 291, 294ff., 301, 303, 306, 312, 317, 329, 337
- AIG* 2, 5, 20, 25, 27, 29f., 35, 52f., 67, 73, 113, 126, 131, 147, 150ff., 164, 166, 168f., 173, 175f., 278f., 289, 296, 299ff., 305, 307, 333f.
- Aktien 1, 4, 12f., 20ff., 27, 29f., 32ff., 38f., 52ff., 83, 85f., 92, 97, 98ff., 112ff., 123, 126ff., 132, 136ff., 141f., 144f., 151, 153, 166, 168, 189, 192ff., 210, 217, 228, 239, 226, 228, 239, 244, 257, 267ff., 270, 272f., 280, 289, 303, 340
- Aktionäre, s. Aktien.
- Alexy, Robert* 12, 329
- Ambiente Ufficio S.p.A. and others v. Argentina* 8, 12, 43f., 229, 231ff., 235ff.
- American Insurance Group*, s. *AIG*.
- Anleihen 2, 9, 20, 25f., 41, 43ff., 51, 52ff., 57, 60, 67, 100f., 119f., 132, 140ff., 161, 167, 203f., 227ff., 235ff., 239f., 252, 265, 273, 278ff., 310, 321, 324f., 326, 328, 331, 336, 339
- Anonymität 84ff., 271
- Argentinien 42ff., 57, 67, 221, 229f., 235ff., 257f., 278f., 291, 298
- Armstrong-Grundsatz* 175
- Ausnahmезustand 9, 42, 220, 224, 293, 294ff., 331, 332f., 335
- Bail-in* 2, 19ff., 34ff., 58, 66, 70, 73, 116f., 142ff., 195, 201, 213, 246, 255, 285, 305, 309, 325, 330, 332f.
- Bail-out* 19, 21ff., 66, 147, 314
- Bank of Cyprus* 38ff.
- Bank Recovery and Resolution Directive*, s. Bankenabwicklungsrichtlinie.
- Bankeinlagen 8, 38f., 52, 57ff., 92, 101f., 160, 194, 237ff., 270
- Bankenabwicklungsrichtlinie 36ff., 143, 202, 211, 272, 299, 305, 310, 314, 337f.
- Banking (Special Provisions) Act 2008* 22
- Bank-run* 61, 313
- Bestandsgarantie 92ff., 122, 133ff., 140, 144, 153, 294, 300, 308
- Bilateral Investment Treaties*, s. Bilaterale Investitionsschutzverträge.
- Bilaterale Investitionsschutzverträge 7, 45f., 77, 221ff., 235f., 240, 247, 257ff., 298
- BITs*, s. Bilaterale Investitionsschutzverträge.
- bonds*, s. Anleihen.
- Bradford & Bingley* 22
- BSchuWG* 55, 57
- Bundesgesetz über Sanierungsmaßnahmen für die *Hypo Alpe Adria Bank International AG* (Österreich), s. HaaSanG.
- Bundesverfassungsgericht 4, 32f., 43, 81, 94ff., 108f., 111f., 114, 117f., 120f., 123, 128, 131, 134, 136f., 140, 188, 196, 203, 208, 220, 270, 273, 276, 281f., 287f., 297, 303, 311, 338
- bundle-of-rights*-Theorie 149ff., 270
- CETA* 7, 223ff., 228, 238, 248, 256, 261
- collateralized debt obligations* 19, 50, 61
- collective action clauses* 45, 67, 120, 141, 278, 309f., 319, 324, 326
- compensation*, s. Entschädigung.
- Comprehensive Economic and Trade Agreement*, s. *CETA*.
- conservatorship* 25ff., 151, 153, 299

- contingent convertible bonds* 310, 324 f.
credit default swaps 19, 21
- De-Larosière-Bericht* 19, 60 ff.
Dennis Grainger and others v. The United Kingdom, s. *Northern Rock*.
double-barrelled test 226
due process clause 5, 27, 29, 148, 154, 156, 166, 167 ff., 179, 224, 254, 256, 283, 284 ff., 300, 306 f., 313
- ECT* 78, 222
 EFSF 45
 EFTA 259
 EGMR 6 f., 23 f., 29, 33, 40 f., 53, 73, 181, 182 f., 187, 189 ff., 211 f., 219 f., 243, 246, 248, 267 f., 271 ff., 276, 282, 284 ff., 297, 303, 304 f., 307 f., 311, 313 f., 331 ff., 336, 338
 Eigentumsentziehung 118, 134, 145, 148, 154, 176, 182, 184, 195 ff., 204, 205 ff., 215, 277, 279 ff., 282 f., 288 ff., 300 ff., 310, 314, 319, 337 f.
 Einheitlicher Abwicklungsmechanismus 6, 36 ff., 58, 67, 70, 152, 202, 210 f., 272 f., 278, 287, 299, 305, 338
 Einschätzungsspielraum 7, 10, 23, 35, 126, 206, 210, 212, 215, 285 ff., 297, 301, 304, 310, 331 f., 335
 Emittent 50, 51, 55, 56, 84 f., 194, 232
 EMRK 6, 12 f., 73, 76 f., 118, 181 ff., 228, 250, 267 f., 271, 272 f., 276 f., 279 ff., 282 ff., 287 f., 297, 301 f., 304, 306, 310 f., 337
Energy Charter Treaty, s. *ECT*.
 Enteignung 21 f., 24, 31, 42 ff., 67, 76 ff., 91 f., 94, 99, 106 ff., 112 ff., 118 ff., 120 ff., 132 ff., 145, 154 f., 159 ff., 163, 169, 173 f., 187, 196 ff., 201 f., 205, 223 f., 241 ff., 256, 261, 275 ff., 281 ff., 287, 295, 298, 300 ff., 305 ff., 338
 Entindividualisierung 55
 Entmaterialisierung 54 f., 57
 Entschädigung 9, 22 ff., 29, 32 ff., 45, 77, 107, 109 ff., 120, 122 f., 128 ff., 132, 134 f., 135, 137, 139, 141, 147 f., 154, 157, 159 f., 162, 167 ff., 172, 174 ff., 179, 182, 184, 186, 199, 205, 207 ff., 214, 215 f., 217, 219 f., 223, 225, 241 f., 244 ff., 248 ff., 261, 277 ff., 282 ff., 294, 296 f., 299 ff., 308 f., 311, 313, 318 f., 329, 332, 334 f., 337
 ESM(-Vertrag) 38, 102, 120
 EU 1, 7, 20, 34, 36 ff., 58, 181 ff., 223, 247 f., 273, 310, 331 f., 337 f.
 EU-GrCh, s. GrCh.
 Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, s. EFSF.
 Europäische Grundrechtecharta, s. GrCh.
 Europäische Menschenrechtskonvention, s. EMRK.
 Europäische Union, s. EU.
 Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte, s. EGMR.
 Europäischer Stabilitätsmechanismus, s. ESM.
fair and equitable treatment, s. *Gerechte und billige Behandlung*.
fair value accounting, s. *mark-to-market accounting*.
Fannie Mae 2, 5, 12, 20, 25 f., 27 ff., 29, 35, 52, 67, 73, 126, 131, 148, 150 f., 153 f., 158, 160 ff., 164, 166, 172 f., 270, 278, 289, 296, 305, 333
 FDIC 35, 163, 170
Federal Deposit Insurance Corporation, s. FDIC.
Federal Home Loan Mortgage Corporation, s. *Freddie Mac*.
Federal Housing Finance Agency, s. FHFA.
Federal National Mortgage Association, s. *Fannie Mae*.
 FHFA 25 ff.
Financial Crisis Inquiry Commission 19, 21, 60 ff.
 Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz, s. FMStBG.
 Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz, s. FMStErgG.
 Finanzmarktstabilisierungsgesetz, s. FMStG.
 Finanznetzwerk 21, 52, 124
 FMStBG 30 ff., 113 ff., 127, 137, 139, 299
 FMStErgG 21, 30, 112, 131
 FMStFG 21, 30
 FMStG 30, 285 f.

- Freddie Mac* 2, 5, 20, 25 f., 27 ff., 29, 35, 52, 67, 73, 126, 131, 148, 150 f., 153, 162, 166, 172, 278, 289, 305, 333
- G 20 34, 71
- Gerechte und billige Behandlung 39, 78, 223 f., 241, 250 ff., 257, 261, 269, 283 f., 291, 298, 301, 306, 309, 313, 338
- Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds, s. FMStFG.
- Gesetz zur Regelung des Schuldenwesens des Bundes, s. BSchuWG.
- Gesetz zur Rettung von Unternehmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes, s. RettungsG.
- Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen, s. SAG.
- Giovanni Alemanni and ors. v. Argentina* 8, 44, 229, 235
- Gläubiger 1 f., 20 f., 31, 34 f., 37 f., 40 f., 42 ff., 58, 61, 66 f., 73, 86, 116 f., 127, 131, 138 ff., 144, 170, 203 f., 214 ff., 218, 245, 252 ff., 278, 284, 289 f., 305, 319, 332, 338 f., 340
- Global Debate over Constitutional Property* 222
- global public good* 327
- government-sponsored enterprise* 25, 151
- GrCh 6, 13, 40, 181 ff., 271 ff., 337 f.
- Griechenland 20, 42, 45 f., 57, 67, 229 ff., 236, 278 f., 291, 309
- Großbritannien 22, 183, 220, 223
- Gruppe der Zwanzig, s. G 20.
- GSE, s. government-sponsored enterprise.*
- HaaSanG 6, 41 f., 212
- Habermas, Jürgen* 12
- heavily regulated industries* 28, 147 f., 149 ff., 164, 230, 265, 270, 273, 296, 333
- Hegel, Georg Wilhelm Friedrich* 75, 79, 87, 270
- HERA, s. Housing and Economic Recovery Act.*
- Heritable Bank* 22
- Hold-out-Verhalten* 59, 86, 137
- Housing and Economic Recovery Act* 25, 153, 299, 334
- HRE, s. Hypo Real Estate.*
- Human Rights Act* 23, 181 ff., 208 f.
- Hypo Alpe Adria* 2, 6, 20, 40 ff., 67, 73, 118 f., 181, 193, 202 ff., 211 f., 214, 215, 217 f., 278 f., 286, 289 ff., 311, 332
- Hypo Real Estate* 2, 20, 30 ff., 52 f., 67, 91, 136 f., 200, 278 f., 303, 332, 334
- ICSID* 7, 39, 44, 46, 225 ff., 232 ff., 240, 244, 252, 262, 265, 268, 271 f., 339
- illegal exaction* 29, 151, 166, 168 f., 174, 209, 279, 300, 306 ff.
- Immobilisierung 55
- Independent National Mortgage Corporation, s. IndyMac.*
- Indirekte Enteignung 241 f., 247, 261, 275, 277, 280
- Indy Mac* 25
- Inhalts- und Schrankenbestimmung* 32, 92, 103, 106 ff., 113 ff., 132 ff., 145, 159, 198, 243, 276, 278, 281, 295, 306
- Insolvenz 1, 19, 21, 23 ff., 30, 33 ff., 37 ff., 42, 46, 53, 58, 65 f., 117 f., 124, 127, 130, 132, 137, 139, 142 ff., 154, 165, 170, 176 ff., 195, 201 f., 213 ff., 218, 246, 250, 255, 279, 285, 289, 299, 304 f., 311, 312 f., 320, 323, 329 f., 332, 337 f.
- Institutsgarantie 82, 84, 92 ff., 106, 111, 115, 132, 135, 139 f., 142, 153 f., 267 f., 308
- International Centre for Settlement of Investment Disputes, s. ICSID.*
- International Monetary Fund, s. IWF.*
- Internationaler Währungsfonds, s. IWF.
- Internationales Zentrum zur Beilegung von Investitionsstreitigkeiten, s. *ICSID.*
- investment-backed expectations, s. Legitimate Erwartungen.*
- IWF 20, 70, 238, 260
- Kernbereich 96 f.
- Konfusion 118, 161
- Kotnik u. a. (Vorabentscheidungsersuchen)* 37 f., 73, 195, 201, 213 f., 273
- Kredit 19, 21, 25, 37, 50, 52, 61 ff., 64, 66, 70, 115, 124, 153, 162, 232, 302
- Laiki (Popular Bank of Cyprus)* 38 ff., 221
- Ledra Advertising/Kommission und EZB* 6, 38 ff., 73, 195, 201, 213 f.

- Legal Theory of Finance* 323ff.
- Legitime Erwartungen 78, 158, 164 f., 167, 179, 192, 214ff., 247, 250f., 252, 254, 256
- Lehman Brothers* 21 f., 26, 34, 70
- Locke, John* 87
- Loretto-type taking* 156 f., 160 ff., 242, 276, 278
- Lucas-type taking* 157 f., 161, 162f., 166, 276
- margin call* 61
- margin of appreciation*, s. Einschätzungsspielraum.
- Markets in Financial Instruments Directive*, s. *MiFID II*.
- mark-to-market accounting* 61, 302
- Mathews v. Eldridge balancing test* 170, 314, 337
- measures tantamount to expropriation*, s. Indirekte Enteignung.
- Meistbegünstigung 33, 78, 129, 216, 222, 224, 303
- MiFID II* 54
- moral hazard* 34, 71, 214, 216 f., 290, 319, 335f.
- Multilateralisierung 78
- Musterverträge 77, 222 f., 229
- New York Convention* 225
- no creditor worse off than in insolvency* 202, 320
- Northern Rock* 2, 6, 20, 22ff., 29, 33, 52 f., 67, 73, 181 f., 193, 198, 204, 206, 208 f., 211 f., 213 ff., 217, 219, 271, 278, 285 f., 289, 297, 299, 304f., 331, 334
- Novation 117
- Nutzungsregelung 182, 195, 197 ff., 204, 207f., 209, 277
- Ordnungsidee des Eigentums 2, 74f., 81, 83, 273, 317
- Österreich 40f., 42, 46, 73, 118, 181, 202 ff., 211f., 214f., 217, 220, 284 ff., 311, 332f., 336
- Pari-passu-Grundsatz* 218, 255, 297, 311, 320
- Penn-Central-Test* 157 ff., 163 f., 166 f., 276, 279, 283
- per se taking* 156 f., 159 ff., 162 f., 166 f., 242, 276, 283
- Perry Capital LLC v. Lew*, s. *Fannie Mae*.
- police power* 178, 243, 245 f.
- Popular Bank of Cyprus*, s. *Laiki*.
- Poštová banka, a.s., and ISTROKAPITAL SE v. Hellenic Republic* 8, 46, 221, 229 f., 231, 236f., 271, 333, 339
- power of eminent domain* 160, 174 f., 300
- preferred stock* 25 f.
- proportionality*, s. Verhältnismäßigkeit.
- Quantitative Teilenteignung 109 f., 119, 163, 201, 279
- R (on the application of SRM Global Master Fund LP) v. Commissioners of HM Treasury*, s. *Northern Rock*.
- receivership* 35, 151, 153, 163
- Rechtsstellungsgarantie 93
- regulatory taking* 157 f., 161, 163ff., 167, 179, 242, 245, 267, 277, 296, 308
- RettungsG 30 f., 67, 91, 112, 120, 123 f., 131, 278
- reverse stock split* 27
- Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, s. *MiFID II*.
- right to alienate*, s. *bundle-of-rights-Theorie*.
- right to exclude*, s. *bundle-of-rights-Theorie*.
- right to use and develop*, s. *bundle-of-rights-Theorie*.
- Rückwirkung 137, 140 f., 254
- Sacheigentum 74, 84, 86, 95, 97, 100 ff., 131, 150, 160, 162 f., 231, 267, 270
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1, 19
- SAG 37, 58, 67, 142 f., 278, 299, 305, 310, 314, 330
- Salini-Kriterien* 233ff.
- Schiedsgerichte 1, 7, 39, 42 ff., 46, 71, 77, 221 f., 225 f., 227, 230 ff., 238 f., 242, 244 ff., 249 ff., 254 f., 256 ff., 260 f., 265, 268 f., 271, 277, 284 f., 287 ff., 303, 307, 311, 333

- Schuldenschnitt 2, 19ff., 67, 71, 73, 118f., 162, 203 f., 212, 214, 218, 221, 229, 235, 240, 246, 252f., 257, 278 f., 282, 285, 290 f., 325
- securitization 56
- Single Resolution Mechanism, s. Einheitlicher Abwicklungsmechanismus.
- Smith, Adam 75
- Sozialbindung 75, 99, 130, 133, 135, 138, 139, 186, 295
- Spill-over-Effekte 325
- Squeeze-out 4, 30 ff., 100, 113, 114f., 126, 128 f., 136 f., 139, 192, 199 f., 210, 216, 282, 303, 307 f., 332
- SRM, s. Einheitlicher Abwicklungsmechanismus.
- Staatsanleihen, s. Anleihen.
- Staatsfinanzen 21 ff., 42ff., 106, 119f., 140, 228, 230, 240, 265, 282, 284, 290ff., 319
- Starr International Company, Inc. v. United States, s. AIG.
- structured investment vehicles 62
- subprime mortgages 19, 174, 178
- Systemisches Risiko 2, 52, 60ff., 62ff., 65, 70, 124f., 126, 170, 213, 284, 286, 288, 309 f., 325, 327 ff., 336
- takings clause 5, 27 f., 82, 147 ff., 155ff., 167 f., 171 f., 175, 177, 179, 242, 266, 276, 283 f., 287, 300, 308
- too big to fail 21, 25
- too interconnected to fail 21, 51 f., 63
- tragedy of the commons 327
- Transatlantic Trade and Investment Partnership, s. TTIP.
- Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft, s. TTIP.
- Treaty Shopping 78
- Trial-and-Error-Prinzip 25, 69, 325
- TTIP 6 f., 14, 223, 225, 227 f., 230, 240, 247 f., 251, 256, 261, 291, 307
- Turner Review 19, 60 ff.
- Übernahme, staatliche/hoheitliche 1, 5, 19 f., 21ff., 35, 41, 53, 66 f., 91, 106, 114, 116, 112ff., 119 f., 123ff., 129 ff., 136ff., 145, 147, 150f., 164, 172 f., 177, 198ff., 211, 214, 216, 220, 245 f., 252 f., 278 ff., 284 f., 289 f., 304f., 325
- ultima ratio 31, 37 f., 121, 127, 132, 134, 300, 312
- Umfassendes Wirtschafts- und Handelsabkommen, s. CETA.
- Umschuldungsklauseln, s. collective action clauses.
- Underwriter 50, 56, 84, 231
- United States Supreme Court 25, 30, 43 f., 149 f., 154 ff., 162 f., 165, 171 ff., 176 f., 266, 270, 276, 285, 303
- USA, s. Vereinigte Staaten von Amerika
- Vereinigte Staaten von Amerika 1, 2, 5, 12 f., 19 f., 25ff., 34, 35f., 37, 47, 55, 60, 62, 69, 73, 113, 126, 131, 147ff., 223, 245, 247, 257 f., 265, 266f., 272, 280, 283, 285, 287, 290, 296, 298, 300, 302 ff., 307, 310, 313, 331, 334, 337
- Verhältnismäßigkeit 78, 111, 121f., 125ff., 133, 137, 141, 144 f., 148, 159, 165, 178, 183, 186, 199, 204 ff., 211ff., 216, 219 f., 243, 245 ff., 251, 254, 267 f., 281 f., 284, 291, 295 ff., 306, 308
- Verstaatlichung 116, 181, 211, 285, 289, 312, 340
- Versuchsweise Weltorientierung, s. Trial-and-Error-Prinzip.
- Versuch und Irrtum, s. Trial-and-Error-Prinzip.
- Vertrag über die Energiecharta, s. Energy Charter Treaty (ECT).
- Virtualität 83 f., 179
- Wertpapier 54 f., 150, 193
- Wiener Vertragsrechtskonvention 244, 253, 260, 262, 298
- Wolff, Martin 94
- Zahlungsversprechen 50 ff., 58, 61, 105, 275, 293, 324, 328
- Zypern 2, 20, 35, 38ff., 42, 46, 58, 67, 70, 73, 259, 278 f., 309, 333