

Michael W. Müller

Finanzmarktstabilisierung und Anleger Eigentum

Ansätze zu einer verfassungsvergleichenden
Prinzipienbildung für den hoheitlichen Umgang
mit Finanzkrisen

Mohr Siebeck

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 |
| <i>III. Restrukturierung von Staatsfinanzen:</i> | |
| „Enteignung“ von Staatsgläubigern? | 42 |
| 1. Argentinien | 43 |
| 2. Griechenland | 45 |
| 3. „Staatsanierung durch Enteignung“ (Deutschland) | 46 |
| | |
| § 3. Konflikt: Finanzmarktstabilisierung zulasten privater Anleger | 49 |
| <i>I. Finanzmarkt und Finanzsystem</i> | 49 |
| <i>II. Individuelle Anlageinteressen</i> | 52 |
| 1. Eigen- und Fremdkapital als Grundkategorien | 52 |
| 2. Finanzinstrumente | 54 |
| 3. Staatsanleihen | 57 |
| 4. Bankeinlagen | 57 |
| 5. Anlegerinteressen | 58 |
| <i>III. 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 |
| <i>IV. Typisierung staatlicher Zugriffe</i> | 66 |
| | |
| § 4. Internationale Prinzipienbildung: Eigentumsschutz als Anknüpfungspunkt? | 69 |
| <i>I. Ansätze rechtlicher Prinzipienbildung</i> | 69 |
| 1. Transnationalisierung des Finanzsystems | 69 |
| 2. Ansätze internationaler Prinzipienbildung | 71 |
| 3. Herausforderungen | 72 |
| <i>II. Eigentum als internationales Ordnungsprinzip</i> | 73 |
| 1. Eigentumsschutz als Anknüpfungspunkt der gerichtlichen Aufarbeitung der Finanzkrise | 73 |
| 2. Das Finanzsystem und die „Ordnungsidee des Eigentums“ | 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> | <i>120</i> |
| 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> | <i>132</i> |
| 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 Resolvanz | 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> | <i>144</i> |

§ 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 Beispielsfälle | 166 |
| <i>IV. Inhaltliche und prozedurale Vorgaben für Finanzmarkteingriffe</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 <i>margin of appreciation</i> 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 |
| III. <i>Eingriffsformen</i> | 194 |
| 1. Eigentumsbeeinträchtigungen | 195 |
| 2. Übernahme von Finanzinstituten | 198 |
| 3. Bankenabwicklung | 201 |
| 4. Maßnahmen gegenüber Staatsgläubigern | 203 |
| IV. <i>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 |
| V. <i>Ergebnisse</i> | 219 |
| § 8. Internationales Investitionsschutzrecht: „Opening Pandora’s Box?“ | 221 |
| I. <i>Investitionsschutz als Eigentumsschutz</i> | 222 |
| 1. Die Struktur internationaler Investitionsschutzabkommen | 223 |
| 2. Schadensersatzansprüche und Durchsetzung | 225 |
| II. „Opening Pandora’s Box?“ – <i>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. Finanzeigentum | 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 Finanzeigentums</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. Bestandsschutz 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 |
| II. <i>Mindestgarantien des Eigentumsschutzes</i> | 319 |
| III. <i>Möglichkeiten einer gesetzgeberischen Ausgestaltung von Finanzanlagen</i> | 320 |
| § 13. Eigentumstheorie des Finanzsystems | 323 |
| I. <i>Normgeprägtes Finanzeigentum</i> | 323 |
| II. <i>Finanzeigentum und das kollektive Gut der Finanzstabilität</i> | 326 |
| III. <i>Verantwortungsdimension des Finanzeigentums</i> | 328 |
| § 14. Bedeutung des Eigentumsschutzes in Finanzkrisen | 331 |
| I. <i>Zur gerichtlichen Aufarbeitung der globalen Finanzkrise</i> | 331 |
| 1. <i>Einschätzungsspielräume</i> | 331 |
| 2. <i>Evozierung eines „Ausnahmezustands“</i> | 332 |
| 3. <i>Verschließung von Rechtswegen durch formale Argumentation</i> | 333 |
| 4. <i>Unzureichende Wertermittlung bei der Entschädigung</i> | 334 |
| II. <i>Regulatorischer moral hazard?</i> | 335 |
| III. <i>Eigentumsrechtlicher Anlegerschutz in künftigen Finanzkrisen</i> | 336 |
| 1. <i>Rechtsschutz bei Bankenabwicklungen</i> | 337 |
| 2. <i>Rechtsschutz von Staatsgläubigern</i> | 338 |
| 3. <i>Rechtsbehelfe gegen situative hoheitliche Eingriffe</i> | 339 |
| Literaturverzeichnis | 341 |
| Sachregister | 375 |