

# Inhalt

<b>Vorwort des Herausgebers</b>	V
<b>Vorwort des Autors</b>	IX
<b>Inhaltsübersicht</b>	XI
<b>Einleitung</b>	1
<b>§ 1 Einführung</b>	1
<i>A. Anlass und Ziel der Untersuchung</i>	1
<i>B. Stand der Forschung</i>	3
<i>C. Themeneingrenzung</i>	4
<i>D. Gang der Untersuchung</i>	6
<b>Kapitel 1 Grundlagen der staatlichen Kreditaufnahme</b>	9
<b>§ 2 Finanzierung öffentlicher Aufgaben</b>	9
<i>A. Steuern, Gebühren und Beiträge</i>	9
<i>B. Wirtschaftliche Betätigung des Staates</i>	10
<i>C. Kreditaufnahme</i>	10
I. Grundsätzliches	11
II. Das Phänomen Staatsverschuldung	11
1. Kurzfristige Liquiditätsbeschaffung	12
2. Stabilisierungs- und Wachstumsziele	14
3. Lastenverteilung zwischen den Generationen	15
4. Politische Bedeutung	17
5. Fazit	17
III. Rechtliche Grundlagen der Staatsverschuldung	18
1. »Schuldenbremse« des Grundgesetzes	18
2. Unionsrecht und Fiskalvertrag	20
3. Fazit	22
IV. Instrumente der staatlichen Kreditaufnahme	22
1. Allgemein	22
2. Kapitalaufnahme des Bundes	22
<i>D. Monetäre Haushaltsfinanzierung</i>	23
<b>§ 3 Staaten als Schuldner</b>	24
<i>A. Grundsatz der Privatrechtsbindung</i>	24
I. Privatrechtsverhältnis zwischen Staaten und Gläubigern	24
II. Gerichtliche Durchsetzung	25

1. Erkenntnisverfahren	25
2. Vollstreckungsverfahren	28
III. Zusammenfassung	29
B. Vorteile staatlicher Schuldner	29
C. Ausfall staatlicher Schuldner	31
I. Der Staatsbankrott	31
1. Begriff Staatsbankrott	31
2. Insolvenzfestigkeit des Staates	33
3. Insolvenzrecht für Staaten?	33
II. Überblick: Staatsbankrotte in der Vergangenheit	35
III. Insbesondere: Europäische Staatsschuldenkrise	37
D. Zusammenfassung	38
<b>§ 4 Interessenkonflikt – Doppelrolle des Staates</b>	39
A. Begriff: Interessenkonflikt	39
B. Aufgabe des Staates: Finanzmarktregulierung	40
C. Der Staat als Marktteilnehmer	41
D. Bewertung	41
<b>Kapitel 2 Normative Sicherung der (Re-)Finanzierungsinteressen der EU-Mitgliedstaaten</b>	43
<b>§ 5 Normative Anreize zur Investition in Staatsschuldtitle</b>	44
A. Darstellung der Vorschriften	44
I. Regulatorische Anforderungen für Banken und andere Finanzinstitute	44
1. Einleitung	44
2. Rechtsquellen	45
3. Eigenmittelanforderungen zum Ausgleich des Kreditrisikos	47
a) Grundlagen	47
b) Eigenmittelquote	49
c) Ansätze zur Bestimmung des Risikogewichts	50
aa) Standardansatz	50
bb) IRB-Ansatz	52
d) Bestimmung des Kreditrisikos staatlicher Schuldner	52
aa) Standardansatz	53
(1) Grundregel	53
(2) Bonitätsabhängige Risikogewichtung von Staaten	53
(3) Sonderregelungen	53
(a) EU-Mitgliedstaaten	54
(b) Drittstaaten	54
(4) Analyse	55
bb) IRB-Ansatz	56
(1) EU-Mitgliedstaaten	56
(2) Drittstaaten	57
(3) Analyse	57
e) Kreditrisikominderungen	58

aa) Regelung . . . . .	58
bb) Analyse . . . . .	60
f) Zusammenfassung . . . . .	61
4. Mindestliquiditätsregelungen . . . . .	62
a) Einführung . . . . .	62
b) Aktiva zur Deckung der Liquiditätsanforderungen . . . . .	63
c) Analyse . . . . .	66
5. Großkreditgrenze . . . . .	67
II. Pfandbriefrecht . . . . .	69
1. Einführung . . . . .	69
2. Behandlung von Staatsschuldtiteln . . . . .	70
3. Analyse . . . . .	70
III. Eigenmittelanforderungen in der Versicherungsregulierung . . . . .	71
1. Einführung . . . . .	71
2. Eigenmittelanforderungen für Staatsschuldtitel . . . . .	72
a) Standardformel . . . . .	72
b) Internes Modell . . . . .	74
3. Unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung . . . . .	74
4. Analyse . . . . .	75
IV. Anlagegrenzen für Investmentvermögen . . . . .	76
1. Einführung . . . . .	76
2. Regelungen . . . . .	77
3. Analyse . . . . .	78
V. Mündelsichere Anlagen . . . . .	80
1. Einführung . . . . .	80
2. Regelungen . . . . .	80
3. Analyse . . . . .	81
VI. Exkurs: historische und denkbare (zukünftige) Privilegierungen . . . . .	82
1. Genehmigungserfordernis für Unternehmensanleihen . . . . .	82
2. Steuerrecht . . . . .	83
VII. Fazit . . . . .	84
<i>B. Gemeinsamer Regelungszweck der Vorschriften . . . . .</i>	<i>86</i>
I. Vergleich der den Regelungen zugrunde liegenden Annahmen mit der Realität . . . . .	87
1. Risiken von Schuldtiteln der EU-Mitgliedstaaten . . . . .	87
a) EU-Mitgliedschaft als Garant für risikolose Staatsschuldtitel . . . . .	87
b) Bewertung der Finanzmärkte . . . . .	89
c) Fazit . . . . .	91
2. Risiken von Drittstaatenschuldtiteln . . . . .	91
3. Staatsschuldtitel als Aktiva von äußerst hoher Liquidität . . . . .	92
4. Zwischenergebnis . . . . .	94
II. Bestimmung des Regelungszwecks der privilegierenden Vorschriften . . . . .	94
III. Ergebnis . . . . .	95
<i>C. Gefahren der normativen Anreize zur Investition in Staatsschuldtitel . . . . .</i>	<i>95</i>
I. Schutzzweck der Vorschriften gefährdet . . . . .	96
1. Bankenregulierung . . . . .	96
2. Pfandbriefrecht . . . . .	97
3. Eigenmittelanforderungen in der Versicherungsregulierung . . . . .	97
4. Anlagegrenzen für Investmentvermögen . . . . .	98
5. Mündelsicherheit . . . . .	98
6. Fazit . . . . .	99

II.	Gefahr systemischer Risiken	99
III.	Gefahr des home bias	102
1.	Home bias in der EU	102
2.	Einfluss der Privilegierungen	104
a)	Eigenmittelvorschriften und fehlende Großkreditgrenze	104
b)	Mindestliquiditätsregeln der Banken	104
3.	Ergebnis	106
IV.	Beeinflussung politischer Entscheidungen	106
V.	Erschwerung privater Altersvorsorge	107
VI.	Zusammenfassung	108
D.	Fazit	108
<b>§ 6</b>	<b>Beschränkung des Kapitalmarkteinflusses</b>	<b>109</b>
A.	Einführung Kapitalmarktrecht	109
I.	Funktionsschutz	110
II.	Anlegerschutz	111
B.	Informationen über staatliche Emittenten	111
I.	Grundlagen: Bedeutung von Informationen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	112
II.	Beschränkung der verfügbaren Informationen	114
1.	Informationen ausgehend von den Emittenten	114
a)	Prospektpflicht	114
aa)	Regelfall	114
bb)	Anwendbarkeit auf Staaten	115
b)	Regelpublizität	117
aa)	Regelfall	117
bb)	Anwendbarkeit auf Staaten	119
c)	Analyse	120
aa)	Bonitätsvermutung	121
(1)	Privilegierte Staaten sind nicht zwangsläufig sichere Schuldner	121
(2)	Vergleich: »Daueremittentenprivileg« der CRR-Kreditinstitute	123
bb)	Anleger nicht ausreichend über Emittenten informiert	124
cc)	Staaten nicht per se vertrauenswürdig	128
dd)	Regelpublizität auch für Staaten umsetzbar	130
ee)	Ungenannter Regelungszweck: Beschränkung der Kontrollmöglichkeiten des Kapitalmarktes	130
2.	Informationen von anderen Marktteilnehmern: Ratingagenturen	132
a)	Einführung: Rolle der Ratingagenturen	132
b)	Regelungen betreffend Länderratings	133
aa)	Inhaltliche Vorgaben	135
bb)	Veröffentlichung des Länderratings	135
cc)	Überprüfung von Länderratings	136
c)	Analyse des Regelungszwecks der Vorgaben für Länderratings	136
3.	Zusammenfassung	140
III.	Auswirkung der Informationsbeschränkungen	141
1.	Transparenzverlust	141
2.	Risikoaufschläge für Staatsschuldtitle	143
3.	Anlegerschutz und -vertrauen gefährdet	143
IV.	Zusammenfassung	145

C.	<i>Marktmissbrauch und Marktmanipulation</i>	145
I.	Grundlagen des Marktmissbrauchsrechts	146
II.	Eingeschränkter Anwendungsbereich des Marktmissbrauchsrechts	148
	1. Insider- und Marktmanipulationsverbot sowie Ad-hoc-Publizität	148
	2. Sanktionen	149
	3. Sonderregelungen für Staaten	151
	a) Auslegung: Art. 6 Abs. 1 MAR	151
	aa) Regelungssubjekt	152
	bb) Geschäfte, Aufträge und Handlungen	153
	cc) Grund der Handlung	157
	(1) Staatsschuldenverwaltung	157
	(2) Geld- oder wechselkurspolitische Gründe	158
	(3) Handlungen zu anderen Zwecken	159
	dd) Kein Bezug zu Staatsschuldtiteln erforderlich	160
	ee) Zusammenfassung	160
	b) Insiderhandel oder Marktmanipulation durch Staaten	160
	c) Ad-hoc-Mitteilungen von Staaten	162
	aa) Staaten als Emittenten i.S.d. MAR	162
	bb) Absehen von Ad-hoc-Mitteilungen	163
	d) Zwischenergebnis	164
	4. Analyse des Regelungszwecks von Art. 6 Abs. 1 MAR	164
III.	Auswirkungen	167
	1. Transparenzverlust	167
	2. Anlegerschutz und -vertrauen gefährdet	167
IV.	Zusammenfassung	169
D.	<i>Leerverkäufe und Credit Default Swaps</i>	169
I.	Grundlagen	170
	1. Leerverkäufe	170
	2. Credit Default Swaps	172
II.	Beschränkungen für Leerverkäufe und Credit Default Swaps	174
	1. Verbotstatbestände	175
	2. Transparenzregelungen/Informationspflichten	176
	a) Aktien	176
	b) Öffentliche Schuldtitel	176
	3. Eingriffsbefugnisse in Ausnahmesituationen	177
	4. Analyse des Regelungszwecks der Vorschriften für öffentliche Schuldtitel	178
III.	Auswirkungen	182
IV.	Zusammenfassung	183
E.	<i>Fazit</i>	184
§ 7	<b>Zusammenfassung und Bewertung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 2</b>	186
A.	<i>Sicherung der (Re-)Finanzierungsinteressen der EU-Mitgliedstaaten</i>	186
B.	<i>Ausgestaltung der Sonderregeln</i>	187
C.	<i>Behandlung von Drittstaaten</i>	187
D.	<i>Gefahren der Sonderregelungen</i>	188
E.	<i>Interessenkonflikt</i>	189

<b>Kapitel 3</b>	<b>Vereinbarkeit der Privilegierungen mit den wirtschaftspolitischen Vorgaben des AEUV</b>	191
<b>§ 8</b>	<b>Grundsatz marktkonformer Verschuldung</b>	191
A.	<i>Normgehalt der Art. 123–125 AEUV</i>	192
I.	Disziplinierung durch die Finanzmärkte	192
II.	Aktuelle Entwicklungen	194
1.	Rechtmäßigkeit des ESM	195
a)	Vereinbarkeit des ESM mit Art. 125 AEUV	196
aa)	Darstellung des Meinungsstandes in der Literatur	196
bb)	Pringle-Urteil des EuGH	197
cc)	Stellungnahme	198
b)	Auswirkungen des Art. 136 Abs. 3 AEUV	203
c)	Fazit	204
2.	Vereinbarkeit der OMTs mit Art. 123 AEUV	204
III.	Schlussfolgerungen	211
B.	<i>Vereinbarkeit der Privilegierungen mit Art. 124 AEUV</i>	212
I.	Bedeutung und Inhalt des Art. 124 AEUV	213
II.	Vereinbarkeit der normativen Anreize zum Erwerb von Staatsschuldtiteln mit Art. 124 AEUV	215
1.	Bevorrechtigter Zugang zu Finanzinstituten	215
a)	Regulatorische Anforderungen für Banken	217
aa)	Eigenmittelanforderungen	217
bb)	Staatsschuldtitel als Sicherheit	219
cc)	Mindestliquiditätsregelungen	221
dd)	Großkreditgrenze	222
b)	Pfandbriefrecht	224
c)	Eigenmittelanforderungen in der Versicherungsregulierung	224
d)	Anlagegrenzen für Investmentvermögen	225
e)	Mündelsichere Anlagen	226
2.	Maßnahmen »aus aufsichtsrechtlichen Gründen«	227
a)	Meinungsstand in der Literatur	228
b)	Stellungnahme: Berücksichtigung der Bonität der öffentlichen Hand	229
aa)	Unterschiedslose und bonitätsunabhängige Privilegierungen	231
bb)	Privilegierungen unter Berücksichtigung marktwirtschaftlicher Kriterien	233
3.	Schlussfolgerungen	234
III.	Vereinbarkeit der Beschränkungen des Kapitalmarkteinflusses mit Art. 124 AEUV	237
IV.	Zwischenergebnis	238
C.	<i>Kein allgemeines Gebot marktkonformer Verschuldung</i>	238
D.	<i>Fazit</i>	241
<b>§ 9</b>	<b>Offene Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb</b>	243
A.	<i>Bedeutung des Grundsatzes der offenen Marktwirtschaft</i>	243
B.	<i>Anwendung auf die Privilegierungen staatlicher Schuldner</i>	245
I.	Beeinflussung der Nachfrage durch normative Anreize zum Erwerb von Staatsschuldtiteln	246

II.	Eingriff in die Preisbildung durch kapitalmarktrechtliche Sonderregelungen für staatliche Schuldner	248
1.	Informationsbeschränkungen	248
a)	Prospekt- und Regelpublizität	248
b)	Vorschriften für Länderratings	250
2.	Marktmissbrauchsrecht	251
3.	Beschränkungen der Leerverkäufe und Credit Default Swaps	252
4.	Gesamtbetrachtung der Vorschriften	254
C.	<i>Fazit</i>	254
<b>§ 10</b>	<b>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 3</b>	255
<b>Kapitel 4</b>	<b>Rechtspolitische Erwägungen</b>	257
<b>§ 11</b>	<b>Keine Notwendigkeit staatlicher Sonderbehandlung</b>	257
A.	<i>Gemeinwohlorientierung der Staaten</i>	257
I.	Finanzierung staatlicher Aufgaben	258
II.	Ausnahmen von Investorenschutzregelungen	259
III.	Staatsfinanzen als »Spielball der Kapitalmärkte«	262
B.	<i>Geheimhaltungsinteressen</i>	263
C.	<i>Effektive Regulierung</i>	264
<b>§ 12</b>	<b>Plädoyer für ein level-playing-field auf den Kapital- und Finanzmärkten</b>	265
<b>Kapitel 5</b>	<b>Schluss</b>	267
<b>§ 13</b>	<b>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung</b>	267
<b>§ 14</b>	<b>Ausblick</b>	271
<b>Abkürzungen</b>		273
<b>Literatur</b>		283
<b>Sachregister</b>		317