

Inhaltsübersicht

Einleitung.....	1
Kapitel 1: Kapitalmarktrechtliche Regulierungsstrategien	3
<i>A. Harmonisierung.....</i>	<i>3</i>
<i>B. Institutioneller Wettbewerb.....</i>	<i>19</i>
Kapitel 2: Institutionelle Rahmenbedingungen	43
<i>A. Harmonisierung durch Rahmenrechtsakte.....</i>	<i>43</i>
<i>B. Harmonisierung durch delegierte Rechtsakte.....</i>	<i>56</i>
<i>C. Harmonisierung des Vollzugs</i>	<i>56</i>
Kapitel 3: Kapitalmarktrechtliche Harmonisierungskonzepte	73
<i>A. Errichtung des Kapitalbinnenmarktes</i>	<i>74</i>
<i>B. Informationseffizienz des Kapitalmarktes</i>	<i>112</i>
<i>C. Finanzmarktstabilität.....</i>	<i>173</i>
Ergebnisse.....	191
Literaturverzeichnis	195
Verzeichnis der europäischen Rechtsakte	225
Sachregister.....	229

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XVIII
Einleitung.....	1
Kapitel 1: Kapitalmarktrechtliche Regulierungsstrategien	3
<i>A. Harmonisierung</i>	3
I. Begriffliche Grundlagen.....	3
1. Harmonisierung: Rechtsangleichung oder Rechtsvereinheitlichung?	3
2. Harmonisierungsintensität	5
a) Vollharmonisierung.....	9
b) Mindestharmonisierung.....	9
c) Regelungsbereichsbezogene Harmonisierungstypen	10
II. Status quo der Harmonisierung des europäischen Kapitalmarktrechts	11
III. Grundlegende konzeptionelle Einwände	13
1. Einebnung nationaler Rechtstraditionen	13
2. Systembrüche.....	13
3. One size does not fit all	14
4. Reduzierte Anpassungseffizienz (Versteinerung)	16
5. Switching costs	17
6. Konstitutives Nichtwissen	18
<i>B. Institutioneller Wettbewerb</i>	19
I. Modell des institutionellen Wettbewerbs	19
1. Erscheinungsformen	19
a) Institutioneller Wettbewerb	20
b) Wettbewerb der Ideen (yardstick competition).....	23
2. Funktionen	24

a) Entdeckungs-, Präferenzanpassungs- und Innovationsfunktion	24
aa) Institutioneller Wettbewerb	24
bb) Wettbewerb der Ideen	27
b) Harmonisierungsfunktion	28
c) Machtbegrenzungsfunktion: „Taming the Leviathan“	30
II. Status quo des institutionellen Wettbewerbs im europäischen Kapitalmarktrecht	30
1. Rahmenbedingungen	30
a) Rechtswahlmöglichkeiten für Emittenten	30
aa) Prospektrichtlinie	31
bb) Transparenzrichtlinie	32
cc) Marktmissbrauchsverordnung	33
dd) Zwischenergebnis	34
b) Anreize für den Gesetzgeber	35
c) Ergebnis	37
2. Empirie	38
a) Institutioneller Wettbewerb bei der Eigenkapitalfinanzierung	38
b) Institutioneller Wettbewerb bei der Fremdkapitalfinanzierung	39
3. Ergebnis	41
 Kapitel 2: Institutionelle Rahmenbedingungen	43
 A. Harmonisierung durch Rahmenrechtsakte	43
I. Harmonisierungskompetenzen	43
1. Art. 114 Abs. 1 S. 2 AEUV	44
a) Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen	45
b) Gewährleistung der Grundfreiheiten	45
2. Art. 50 Abs. 1, 2 lit. g AEUV	46
3. Art. 53 Abs. 1 AEUV	47
4. Art. 83 Abs. 2 S. 1 AEUV	48
II. Kompetenzausübungsschranken	52
1. Das Subsidiaritätsprinzip	52
2. Das Verhältnismäßigkeitsprinzip	53
III. Schlussfolgerungen	54
 B. Harmonisierung durch delegierte Rechtsakte	56
 C. Harmonisierung des Vollzugs	56
I. Leitlinien und Empfehlungen	57
1. Anknüpfungspunkte für Rechtswirkungen	57

a) Primärrechtliche Aussagen	57
aa) Handlungsformenlehre	57
bb) Prinzip der Gewaltenteilung	58
cc) Grundsatz der mitgliedsstaatlichen Loyalitätspflicht	58
dd) Kompetenzrechtliche Erwägungen	59
ee) Gleichbehandlungsgrundsatz	60
b) Anknüpfungspunkte in der ESMA-VO	60
aa) Wortlaut der ESMA-VO	60
bb) Systematik	60
cc) Entstehungsgeschichte und Zweck	61
dd) Andere Sprachfassungen der ESMA-VO	62
ee) Selbstverständnis der ESMA	62
2. Schlussfolgerungen	62
a) Prozedural-faktische Bindungswirkung	62
b) Prozedurale Berücksichtigungspflicht	63
c) Eingeschränkte Bindungswirkung gegenüber NCAs	64
d) Wirkungen auf die Rechtsprechung des EuGH	67
e) Befassungs- und Befolgungspflichten der mitglieds- staatlichen Gerichte	69
3. Ergebnis	70
II. Peer reviews	70
III. Ergebnis	71

Kapitel 3: Kapitalmarktrechtliche Harmonisierungskonzepte 73

A. Errichtung des Kapitalbinnenmarktes	74
I. Konturierung des Binnenmarktbegriffs	74
1. Begriffsbestimmung	74
2. Ökonomische Fundierung	77
a) Grundlage: Die Außenhandelstheorie	77
b) Kapitalmarktspezifisch: Die Theorie finanzieller Integration	78
c) Quantifizierung der makro- und mikroökonomischen Effekte	81
II. Defizite des Kapitalbinnenmarktes	82
1. Status quo der europäischen Kapitalmarktintegration	82
a) Parameter finanzieller Integration	82
b) Bestandsaufnahme: Finanzielle Integration in Europa 2016	83
2. Ursachen verbleibender Fragmentierung	85
a) Ökonomische Hindernisse grenzüberschreitender Tätigkeit	85
b) Ursachen des home bias	86
aa) Kapitalverkehrsbarrieren	87
bb) Hedging-Möglichkeiten	87

cc) Transaktionskosten.....	88
dd) Informationsasymmetrien.....	88
ee) Defizite der „investor protection“ und corporate governance	89
ff) Psychologische Faktoren.....	90
c) Zwischenergebnis.....	91
3. Wettbewerbsverzerrungen	92
a) Wirkung von Regulierung auf unternehmerische Kostenstrukturen	92
b) Recht als natürliche Basis des Wettbewerbs?	93
c) Einfluss eines institutionellen Wettbewerbs	95
d) Zwischenergebnis.....	96
4. Ergebnis.....	97
III. Harmonisierungskonzept zur Errichtung des Kapitalbinnenmarktes ..	97
1. Harmonisierung zur Reduktion ökonomischer Hindernisse grenzüberschreitender Tätigkeit.....	97
a) Europäisches internationales Kapitalmarktrecht.....	98
b) Integrationswirkung der Grundfreiheiten	98
aa) Schutzbereich der Grundfreiheiten.....	99
bb) Reichweite des Diskriminierungs- und Beschränkungsverbots.....	100
cc) Möglichkeiten der Rechtfertigung.....	102
c) Schlussfolgerungen	106
d) Ergebnis	108
2. Harmonisierung zur Reduktion eines durch Informationsasymmetrien verursachten home bias	108
3. Harmonisierung zur Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen	109
a) Der Spaak-Bericht: Feststellung der Kostenstrukturelevanz im Rahmen eines Gesamtkostenvergleichs?	109
b) Ungeeignetheit bisher gewonnener Abgrenzungskriterien	110
c) Ungeeignetheit institutionellen Wettbewerbs als Regulierungsstrategie	110
d) Schlussfolgerungen	111
IV. Ergebnis	111
B. Informationseffizienz des Kapitalmarktes	112
I. Konturierung des Begriffs Informationseffizienz.....	112
1. Primärrechtliche Zulässigkeit sekundärrechtlicher Zielppluralität	112
2. Informationseffizienz als Grundbedingung funktionsfähiger Märkte	113
a) Das Fama'sche Effizienzkonzept und die Geburt der ECMH	114
b) Informationseffizienz	115

c) Bewertungs- und Allokationseffizienz	116
3. Mechanismen der Informationseffizienz.....	118
4. Kritik der Behavioral Finance an der ECMH und Synthese zur AMH.....	121
II. Harmonisierung zur Reduktion von Informationskosten.....	126
1. Prolegomena	126
a) Adressaten der Information	126
b) Abgrenzung der Informationskosten	127
2. Harmonisierung zur Reduktion von Informationserwerbskosten	128
a) Fokussierung auf staatliche Publizitätspflichten.....	128
b) Harmonisierung der Publizitätspflichten	128
aa) Mindestharmonisierung bewertungsrelevanter Informationen.....	128
bb) Vollharmonisierung im Konflikt mit nationalen Besonderheiten.....	131
cc) Institutioneller Wettbewerb als alternative Regulierungsstrategie?	132
(1) Issuer Choice	133
(2) Portable Reciprocity.....	135
(3) Stellungnahme	135
(4) Kombination von Mindestharmonisierung und institutionellem Wettbewerb?	139
(5) Alternative: Ideenwettbewerb	140
dd) Zwischenergebnis.....	141
c) Harmonisierung des Informationszugangs	142
d) Zwischenergebnis.....	143
3. Harmonisierung zur Reduktion von Informationsverarbeitungskosten.....	144
a) Parameter der Informationsverarbeitungskosten	144
aa) Informationsquantität	144
bb) Vergleichbarkeit.....	145
b) Marktmechanismen zur Reduktion von Informationsverarbeitungskosten	146
c) Harmonisierungskonzept.....	147
aa) Harmonisierung des materiellen Tatbestands von Publizitätspflichten.....	147
bb) Harmonisierung des Formats und der Sprache.....	151
cc) Ideenwettbewerb	153
d) Zwischenergebnis.....	153
4. Harmonisierung zur Reduktion von Informationsverifizierungskosten	154
a) Rahmenbedingungen	155
aa) Primärrechtliche Vorgaben	155

bb) Rechtsökonomische Erkenntnisse zur effektiven Normdurchsetzung	156
cc) Komplementarität öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Normdurchsetzung	158
b) Harmonisierung der Normdurchsetzung	158
aa) Aufsichtsrechtliche Normdurchsetzung	158
bb) Privatrechtliche Normdurchsetzung	160
cc) Strafrechtliche Normdurchsetzung	164
dd) Vollharmonisierung der Normdurchsetzungsmechanismen?	166
c) Zwischenergebnis	167
III. Spannungsfelder	167
1. Informationserwerbs- vs. Informationsverarbeitungskosten	167
2. Binnenmarkt vs. Informationskosten	168
a) Wettbewerbsverzerrungen vs. Informationserwerbs- und Informationsverarbeitungskosten	169
b) Binnenmarkt vs. Informationsverifizierungskosten	170
c) Zwischenergebnis	172
IV. Ergebnis	172
 C. Finanzmarktstabilität.....	173
I. Konturierung des Ziels der Finanzmarktstabilität	173
1. Begriffliche Annäherung	173
2. Systemrisiko als grenzüberschreitender negativer externer Effekt	174
3. Finanzmarktstabilität als öffentliches Gut.....	175
II. Harmonisierung zur Sicherung der Finanzmarktstabilität	176
1. Ungeeignetheit institutionellen Wettbewerbs	176
2. Das Financial Trilemma.....	178
3. Notwendigkeit regulatorischer Diversität und Anpassungseffizienz	180
4. Harmonisierungskonzept	182
a) Ungeeignetheit von Voll- und Mindestharmonisierung als alleinigem Harmonisierungskonzept	182
b) Ergänzung durch Experimentierklauseln?	183
c) Ergänzung durch sunset-clauses?	185
d) Ergänzung durch periodische Überprüfungs- und Berichtspflichten?.....	187
e) Zwischenergebnis	188
5. Ergänzung der Harmonisierungskonzepte zur Förderung der Informationseffizienz.....	188

III. Spannungsfeld: Binnenmarkt vs. Finanzmarktstabilität	189
IV. Ergebnis	190
 Ergebnisse.....	 191
 Literaturverzeichnis	 195
Verzeichnis der europäischen Rechtsakte	225
Sachregister.....	229