

Inhaltsübersicht

Einleitung.....	1
Kapitel 1: Kapitalmarktrechtliche Regulierungsstrategien	3
<i>A. Harmonisierung</i>	3
<i>B. Institutioneller Wettbewerb</i>	19
Kapitel 2: Institutionelle Rahmenbedingungen.....	43
<i>A. Harmonisierung durch Rahmenrechtsakte</i>	43
<i>B. Harmonisierung durch delegierte Rechtsakte</i>	56
<i>C. Harmonisierung des Vollzugs</i>	56
Kapitel 3: Kapitalmarktrechtliche Harmonisierungskonzepte	73
<i>A. Errichtung des Kapitalbinnenmarktes</i>	74
<i>B. Informationseffizienz des Kapitalmarktes</i>	112
<i>C. Finanzmarktstabilität</i>	173
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>	<i>3</i>
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>	<i>19</i>
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) Marktmisbrauchsverordnung	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
 <i>A. Harmonisierung durch Rahmenrechtsakte.....</i>	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
 <i>B. Harmonisierung durch delegierte Rechtsakte</i>	56
 <i>C. Harmonisierung des Vollzugs</i>	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 mitgliedsstaatlichen Gerichte	69
3. Ergebnis	70
II. Peer reviews	70
III. Ergebnis	71

Kapitel 3: Kapitalmarktrechtliche Harmonisierungskonzepte73

A. Errichtung des Kapitalbinnenmarktes	74
I. Konturierung des Binnenmarkt begriffs	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 Kostenstrukturrelevanz im Rahmen eines Gesamtkostenvergleichs?	109
b) Ungeeignetheit bisher gewonnener Abgrenzungskriterien	110
c) Ungeeignetheit institutionellen Wettbewerbs als Regulierungsstrategie	110
d) Schlussfolgerungen	111
IV. Ergebnis	111
<i>B. Informationseffizienz des Kapitalmarktes</i>	112
I. Konturierung des Begriffs Informationseffizienz.....	112
1. Primärrechtliche Zulässigkeit sekundärrechtlicher Zielpluralität	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
 <i>C. Finanzmarktstabilität</i>	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

<i>Inhaltsverzeichnis</i>	XVII
III. Spannungsfeld: Binnenmarkt vs. Finanzmarktstabilität	189
IV. Ergebnis	190
 Ergebnisse.....	191
 Literaturverzeichnis	195
Verzeichnis der europäischen Rechtsakte	225
Sachregister.....	229