

ALEXANDER F. P. BRÜGGEMEIER

Harmonisierungskonzepte im europäischen Kapitalmarktrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
46*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

46



Alexander F.P. Brüggemeier

Harmonisierungskonzepte im europäischen Kapitalmarktrecht

Mohr Siebeck

Alexander F.P. Brüggemeier, geboren 1987; Studium der Rechtswissenschaft an der Bucerius Law School, Hamburg; 2012 Erste Juristische Staatsprüfung; wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Bucerius Law School; 2017 Promotion; seit 2016 Juristischer Vorbereitungsdienst am Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg.

ISBN 978-3-16-155831-3 / eISBN 978-3-16-158846-4 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (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.

© 2018 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

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 Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

In tiefer Dankbarkeit
meinen Eltern und Christina
gewidmet

Vorwort und Dank

Die Zukunft der Europäischen Union ist ungewiss. Nach Jahren der zunehmenden Integration und der Erweiterung, tritt mit Großbritannien erstmals ein Land aus der EU aus. Gleichzeitig gewinnen europakritische Stimmen in vielen anderen Mitgliedsstaaten an Gewicht. Im Zentrum der Kritik steht häufig die Ausdehnung europäischer Regulierung und die Zurückdrängung mitgliedsstaatlicher Regelungsautonomie. Auch das Kapitalmarktrecht wird durch eine Vielzahl harmonisierender Rechtsakte immer stärker europäisiert. In welchem Zusammenhang diese zunehmende Harmonisierung mit den Zielen des Kapitalmarktrechts steht, ob deren Verwirklichung gefördert oder gar gehindert wird, wird bislang kaum erörtert. Zu Zweifeln mahnt die Theorie des institutionellen Wettbewerbs, welcher die Herausbildung effizienter Regelungen auf der Grundlage dezentraler Regelsetzung verspricht. Nach dem Historiker Eric L. Jones ist institutioneller Wettbewerb einer der Haupteinflussfaktoren für den rasanten gesellschaftlichen Wandel und wirtschaftlichen Aufstieg, den Europa in den letzten Jahrhunderten erlebt hat, kurz für „Das Wunder Europa“. Das vorliegende Werk untersucht die Regulierungsstrategien Harmonisierung und institutioneller Wettbewerb im Kapitalmarktrecht und entwickelt an den Regelungszielen des Kapitalmarktrechts orientierte Harmonisierungskonzepte.

Die Untersuchung wurde im Frühjahrstrimester 2017 von der Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft –, Hamburg, als Dissertation angenommen. Das Manuskript wurde im Mai 2016 fertiggestellt und die mündliche Prüfung am 20. März 2017 abgelegt. Für die Veröffentlichung konnten Literatur und Rechtsprechung bis einschließlich April 2017 noch weitgehend berücksichtigt werden.

Die Arbeit wurde durch die Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit mit Mitteln des Bundesministeriums für Bildung und Forschung und durch die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung gefördert.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil. Er hat mein Interesse an dem Thema Harmonisierung geweckt, mich vorbildlich betreut und mich auch über die Promotion hinaus wissenschaftlich gefördert. Ihm, sowie sämtlichen Mitarbeitern des Alfred Krupp Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht, danke ich zudem für die spannende, lehrreiche und auch

persönlich äußerst schöne Zeit. Besonders bedanken möchte ich mich auch bei Frau Iris Kessler, die mir stets hilfsbereit und fröhlich zur Seite stand, und bei Herrn Dr. Daniel Kligenbrunn, mit dem ich zahlreiche interessante Gespräche führen und entspannte Kaffeepausen verbringen durfte. Herrn Prof. Dr. Christian Bumke danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Von ganzem Herzen danken möchte ich meinen Eltern, Annemarie und Klaus-Dieter Brüggemeier, sowie meiner Verlobten, Christina Bensch. Ohne ihre stetige liebevolle Unterstützung hätte diese Arbeit nicht entstehen können. Ihnen sei die Arbeit gewidmet.

Hamburg, im Mai 2017

Alexander Brüggemeier

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>	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 mitgliedstaatlichen 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 mitgliedstaatlichen 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
<i>B. Informationseffizienz des Kapitalmarktes</i>	<i>112</i>
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.	<i>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

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

Abkürzungsverzeichnis

ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union/der Europäischen Gemeinschaften
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft bzw. Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMH	Adaptive Markets Hypothesis
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIS Review	Bank for International Settlements Review
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
Brook. J. Int'l. L.	Brooklyn Journal of International Law
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BulleWG	Bulletin der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
Cambridge L. J.	Cambridge Law Journal
Cardozo L. R.	Cardozo Law Review
CESR	Committee of European Securities Regulators/Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CMLR	Common Market Law Review
Crim. Pub. Pol.	Criminology & Public Policy
Col. J. Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law
Colum. L. R.	Columbia Law Review
Colum. Bus. L. R.	Columbia Business Law Review
DAI	Deutsches Aktieninstitut
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DV	Die Verwaltung
EBA	European Banking Authority/Europäische Bankenaufsichtsbehörde

EBOR	European Business Organization Law Review
ECMH	Efficient Capital Markets Hypothesis
EG	Europäische Gemeinschaft
E.L.Rev.	European Law Review
ESMA	European Securities and Markets Authority/Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
Eur. J. L. Econ.	European Journal of Law and Economics
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EZB	Europäische Zentralbank
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FS	Festschrift
GA	Goldammer's Archiv für Strafrecht
GmbHRR	GmbH-Rundschau
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
Habil.	Habilitation
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. Int'l. L. J.	Harvard International Law Journal
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
Hervorh. d. d. Verf.	Hervorhebung durch den Verfasser
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
HRRS	Onlinezeitschrift für Höchststrichterliche Rechtsprechung zum Strafrecht
Hrsg.	Herausgeber
IMF	International Monetary Fund
ITS	Implementing Technical Standard
J. Bus.	Journal of Business
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
JCMS	Journal of Common Market Studies
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Crim. Just.	Journal of Criminal Justice
J.I.B.L.R.	Journal of International Banking Law and Regulation
J. L. Econ. Org.	Journal of Law, Economics, & Organization
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
JNPÖ	Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JZ	JuristenZeitung
KJ	Kritische Justiz
KYKLOS	KYKLOS – International Review for Social Sciences
lit.	litera
L. Rev.	Law Review
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen

NCA	National Competent Authority
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OECD-MA	OECD-Musterabkommen 2010
ORDO	ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
Q&A	Questions and Answers
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
RTS	Regulatory Technical Standard
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SE	Societas Europaea
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Theoretical Inq. L.	Theoretical Inquiries in Law
u.a.	unter anderem bzw. und andere
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
USA	United States of America
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
VO	Verordnung
VuR	Verbraucher und Recht
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Review
wbl	Zeitschrift für österreichisches und europäisches Wirtschaftsrecht (wirtschaftsrechtliche blätter)
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Wertpapier-Mitteilungen)
Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEuS	Zeitschrift für europarechtliche Studien
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZgesStW	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSR n.F.	Zeitschrift für schweizerisches Recht
ZZPInt	Zeitschrift für Zivilprozeß International

Einleitung

Aufgabe des Kapitalmarktes ist die Koordination von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage. Ein funktionierender Marktmechanismus führt nach der ökonomischen Theorie grundsätzlich zu effizienten Ergebnissen und zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage. Ein Eingriff des Staates zum Zweck der effizienten Güterverteilung ist nicht notwendig.¹ Gleichzeitig wird das Gemeinwohl befördert.² Funktioniert der Marktmechanismus hingegen nicht ordnungsgemäß, können staatliche Eingriffe unter Umständen diese Defizite beseitigen. Marktversagen rechtfertigt aus ökonomischer Sicht Regulierung (Normative Theorie der Regulierung).³ Für den Kapitalmarkt bedeutsame Formen des Marktversagens sind Informationsasymmetrien sowie externe Effekte. In der europäischen Kapitalmarktregulierung sind die vielfältigen Rechtsakte, die die Ziele der Funktionsfähigkeit des Marktes und der Finanzmarktstabilität verfolgen,⁴ positiver Ausdruck des Versuchs, diese Formen des Marktversagens durch Regulierung zu beseitigen. Gleichzeitig ist die europäische Kapitalmarktregulierung Teil der übergeordneten Strategie der Europäischen Union zur Errichtung eines vollständigen Binnenmarktes. Dies hat sich jüngst zu dem Ziel der Errichtung einer Kapitalmarktunion verdichtet.⁵

Um diese Ziele zu erreichen, hat der europäische Gesetzgeber in den vergangenen Jahren eine Vielzahl harmonisierender Rechtsakte erlassen. Allerdings mangelt es im Hinblick auf die Auswahl der zu harmonisierenden Regelungsgegenstände und die Harmonisierungsintensität an einem konzeptio-

¹ *Ogus*, Regulation, 23.

² Grundlegend: *Smith*, Der Wohlstand der Nationen, 371.

³ *Ogus*, Regulation, 29 ff.; *Leschke* in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, § 6 Rn. 18, 23 ff.

⁴ *Veil* in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 3 ff., 8 ff.

⁵ *Europäische Kommission*, Grünbuch Kapitalmarktunion; *dies.*, Aktionsplan Kapitalmarktunion. Die Verwendung des Begriffs „Kapitalmarktunion“ darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass weitreichende konzeptionelle Unterschiede zur Bankenunion bestehen. Im Rahmen der Bankenunion wird die Regulierung von und die Aufsicht über Banken weitgehend europäisiert. Die Kapitalmarktunion enthält demgegenüber einen bunten Strauß an rechtlichen, aber auch ökonomischen und technologischen Maßnahmen, ohne eine weitere Europäisierung der Aufsicht anzustreben. S. *Hopt*, EuZW 2015, 289–290, 290; *Kumpan*, ZGR 2016, 2–35, 5 f.

nellen Unterbau.⁶ Die Frage, ob die zentrale oder die dezentrale Regulierung der Kapitalmärkte im europäischen Staatenverbund die effizientere Erreichung der kapitalmarktrechtlichen Regelungsziele verspricht, harrt weitgehend der Beantwortung. Soweit die Harmonisierung des Kapitalmarktrechts in den Blick genommen wird, geschieht dies zumeist deskriptiv⁷ oder die Vor- und Nachteile von Harmonisierung werden nur in Grundzügen und vor allem mit vergleichendem Blick auf das Privatrecht diskutiert.⁸ Grundlegende konzeptionelle Überlegungen finden sich nur in Ansätzen.⁹ Die alternative Regulierungsstrategie des institutionellen Wettbewerbs wird zumeist nur schlagwortartig genannt und selten im Detail diskutiert.¹⁰

Die vorliegende Arbeit versucht diese Lücke zu schließen. Sie zeigt auf, welcher Zusammenhang zwischen der Harmonisierungsintensität und der Verwirklichung der kapitalmarktrechtlichen Regelungsziele besteht und entwickelt regelungszielspezifische Harmonisierungskonzepte. Neben der Errichtung des Kapitalbinnenmarktes werden die Informationseffizienz als Kernbestandteil der Funktionsfähigkeit und die Finanzmarktstabilität jeweils unter Berücksichtigung der Regulierungsstrategie des institutionellen Wettbewerbs untersucht. Die Ergebnisse erlauben allerdings keinen endgültigen Schluss vom Regelungsziel auf das Harmonisierungskonzept. Stets müssen der konkrete Regelungsgegenstand berücksichtigt und die konkreten Argumente für und wider unterschiedliche Harmonisierungskonzepte gegeneinander abgewogen werden.

⁶ Kritisch bereits: *Assmann*, ORDO 43 (1993), 87–119, 114: „Die Beschreibung von Zwiespältigkeiten ließe sich fortsetzen, würde indes das Bild solange nicht komplettieren, als nicht ihre Wurzel zur Sprache käme: Die durch keine Ernst zu nehmenden kompetentiellen Grenzen gezügelte Politik der Konzeptionslosigkeit bei der Auswahl der Rechtsangleichungsfelder und Rechtsangleichungsmuster.“ S. auch: *Assmann/Buck*, EWS 1990, 110–123, 190–193, 220–226, 110 f.; *Assmann*, AG 1993, 549–563, 563; *Merkt*, Gutachten G zum 64. DJT 2002, G 63. Den Vorwurf der Konzeptionslosigkeit rezipierend, im Ergebnis aber deutlich weniger kritisch: *Mülbert*, WM 2001, 2085–2102, 2085 f., 2101.

⁷ Insb. *Kaiser*, Die Harmonisierung des Europäischen Kapitalmarktrechts und das Recht des Wertpapierhandels in Italien und in Deutschland.

⁸ *Muhr*, Das Prinzip der Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht, 76 ff.; *Walla* in: *Veil* (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 4 Rn. 35 ff.

⁹ *White* in: *Lo* (Hrsg.), The industrial organization and regulation of the securities industry, 207–235; *ders.* in: *Barfield* (Hrsg.), International Financial Markets, 5–48; *Baum* in: *Basedow/Kono* (Hrsg.), Legal Aspects of Globalization, 77–132; *Ferrarini*, EBOR 3 (2002), 249–292, 252 f.; *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401–409, 408 f.; *dies.*, NZG 2010, 1241–1248, 1245 ff.; *Germer-Beuerle*, CMLJ 2012, 317–342. Vgl. ausführlich zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in rechtsvergleichender Perspektive: *Buxbaum/Hopt*, Legal Harmonization. Ansätze für eine grundsätzliche normative Theorie der Rechtsvereinheitlichung: *Bernholz/Faber*, RabelsZ 50 (1986), 35–60.

¹⁰ S. die Nachweise in Fn. 9 sowie bspw. *Assmann*, AG 1993, 549–563, 559; *Möllers*, ZEuP 2008, 480–505, 502 f.; *Muhr*, Das Prinzip der Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht, 98 ff.; *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 19 ff., 62 f.

Kapitel 1

Kapitalmarktrechtliche Regulierungsstrategien

A. Harmonisierung

I. Begriffliche Grundlagen

1. Harmonisierung: Rechtsangleichung oder Rechtsvereinheitlichung?

Harmonisierung ist ein unbestimmter Rechtsbegriff, der an mehreren Stellen des AEUV verwendet wird.¹ Parallel dazu finden sich die verwandten Termini der *Rechtsangleichung*,² *Vereinheitlichung*³ und *Koordinierung*.⁴ Die Verwendung folgt keinem klaren Konzept, vielmehr herrscht mittlerweile Einigkeit, dass sämtliche Begriffe synonym verwendet werden.⁵ Anschaulich illustrieren lässt sich dies anhand von Titel VII Kapitel 3 des AEUV, welcher der *Angleichung der Rechtsvorschriften* gewidmet ist. Die in diesem Kapitel enthaltene Zentralnorm des Art. 114 AEUV ermöglicht die *Angleichung* von Rechts- und Verwaltungsvorschriften, welche die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts zum Gegenstand haben.⁶ Gleichzeitig ermöglicht dessen sich auf Abs. 1 beziehender Abs. 4 den Mitgliedstaaten unter bestimmten Voraussetzungen von den Vorgaben der *Harmonisierungsmaßnah-*

¹ Vgl. u.a. Art. 2 Abs. 5 UAbs. 2; Art. 83 Abs. 2; Art. 113; Art. 114 Abs. 4, 5, 7, 8, 10; Art. 128 Abs. 2; Art. 171 Abs. 1; Art. 191 Abs. 2; Art. 352 Abs. 3 AEUV.

² Alternativ auch *Angleichung der Rechtsvorschriften*. Vgl. zur Verwendung beider Formulierungen Art. 67 Abs. 3; Art. 81 Abs. 1; Art. 82 Abs. 1; Art. 83 Abs. 2; Art. 151 Abs. 1 AEUV.

³ Ausschließlich Art. 207 Abs. 1 AEUV.

⁴ Vgl. u.a. Art. 50 Abs. 2 lit. g; Art. 52 Abs. 2; Art. 53 Abs. 2 AEUV.

⁵ *Fischer* in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EU-Verträge Kommentar, Vorb. Art. 114-118 AEUV Rn. 1; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 35. Zum EWG-Vertrag und EG-Vertrag bereits: *Lutter*, NJW 1966, 273–278, 274 f. m.w.N. in Fn. 13; *Assmann/Buck*, EWS 1990, 110–123, 190–193, 220–226, 114; *Dashwood*, E.L.Rev. 1996, 113–128, 120; *Trüe*, System der Rechtsetzungskompetenzen, 189 ff.; *Bock*, Rechtsangleichung und Regulierung im Binnenmarkt, 53 f. Ursprüngliche Unterscheidungsversuche finden sich bei: *Everling*, Das Niederlassungsrecht im Gemeinsamen Markt, 63; *Lochner*, ZgesStW 1962, 35–61, 51.

⁶ Art. 114 Abs. 1 S. 2 AEUV.

me abweichende Bestimmungen beizubehalten.⁷ Untermauern lässt sich dieses systematische Argument mit einem Vergleich der verschiedenen Sprachfassungen des AEUV,⁸ welche die entsprechenden Übersetzungen der Begriffe Harmonisierung und Rechtsangleichung in Art. 114 AEUV ebenfalls synonym verwenden.⁹ Die positiv-rechtlich synonyme Verwendung dieser Begriffe kann terminologisch als *Rechtsangleichung im weiteren Sinne* bzw. *Harmonisierung* erfasst werden.

Losgelöst von der primärrechtlichen Begriffsverwendung kann idealtypisch zwischen den Konzepten der Rechtsvereinheitlichung und der Rechtsangleichung im engeren Sinne differenziert werden.¹⁰ *Rechtsvereinheitlichung* liegt vor, wenn einheitliches, genuin europäisches Recht (gemeines Recht) geschaffen wird.¹¹ *Rechtsangleichung i.e.S.* liegt hingegen vor, wenn nationale Rechtsvorschriften bestehen bleiben, aber sachbezogen – mit in Abhängigkeit vom Harmonisierungstypus unterschiedlicher Intensität – an einen unionsrechtlich vorgegebenen Standard angenähert werden (allgemeines Recht).¹²

⁷ Auch Art. 114 Abs. 5, 7, 8, 10 AEUV sprechen von *Harmonisierung* und nehmen Bezug auf die in Art. 114 Abs. 1 S. 2 genannte *Angleichung*.

⁸ Zur Gleichwertigkeit verschiedener Sprachfassungen: Urteil *Bouchereau*, C-30/77, ECLI:EU:C:1977:172, Rn. 13 f.; Urteil *C.I.L.F.I.T.*, C-283/81, ECLI:EU:C:1982:335, Rn. 18 f.; Urteil *Gelil*, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, Rn. 42 ff. Grundlegend: *Schübel-Pfister*, Sprache und Gemeinschaftsrecht, 227 ff.; *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 337 ff. Kritisch: *U. H. Schneider*, AG 2012, 823–826, 826.

⁹ Überschrift Titel VII Kapitel 2 sowie Art. 114 Abs. 1 S. 2 AEUV: *approximation* (EN); *rapprochement* (FR); *aproximación* (ES); *aproximação* (PT). Art. 114 Abs. 4 AEUV hingegen: *harmonisation* (EN); *harmonisation* (FR); *armonización* (ES); *harmonização* (PT). Zur Begriffsverwendung in den verschiedenen Sprachfassungen früherer Verträge, in welchen teilweise dieselben Begriffe einer Sprache mit verschiedenen Begriffen einer anderen Sprache übersetzt wurden: *Lochner*, ZgesStW 1962, 35–61, 35; *Lutter*, NJW 1966, 273–278, 274; *Taschner* in: von der Groeben/Schwarze (Hrsg.), Kommentar zum EU-/EG-Vertrag, 6. Aufl. 2003, Art. 94 EGV Rn. 1. Dies ist soweit ersichtlich im AEUV nicht mehr der Fall. Neben Art. 114 AEUV wurden dafür stichprobenartig in der deutschen, englischen, französischen, spanischen und portugiesischen Sprachfassung untersucht: Art. 67 Abs. 3; Art. 82 Abs. 1; Art. 83 Abs. 2; Art. 113; Art. 128 Abs. 2; Art. 149 Abs. 2 AEUV.

¹⁰ *Riesenhuber*, System und Prinzipien, 140. Vgl. bereits *Hallstein*, RabelsZ 28 (1964), 211–231, 217. Auch eine Angleichung internationaler Standards durch die Kapitalmarktteilnehmer selbst wird teilweise als „*harmonization from below*“ bezeichnet, bspw. *Baum* in: Basedow/Kono (Hrsg.), Legal Aspects of Globalization, 77–132, 99. Es handelt sich um Selbstregulierung. Im Folgenden wird vom Begriff *Harmonisierung* ausschließlich staatliche Rechtssetzung erfasst.

¹¹ *Hallstein*, RabelsZ 28 (1964), 211–231, 217; von der Groeben, NJW 1970, 359–364, 361 f.; *Riesenhuber*, System und Prinzipien, 141.

¹² *Hallstein*, RabelsZ 28 (1964), 211–231, 217; von der Groeben, NJW 1970, 359–364, 361; *Riesenhuber*, System und Prinzipien, 141.

Im Folgenden wird der Begriff der Rechtsangleichung grundsätzlich in seinem weiteren Sinne verstanden und der Begriff der Harmonisierung synonym verwendet. Soll spezifisch zwischen Rechtsvereinheitlichung und Rechtsangleichung i.e.S. differenziert werden, wird dies kenntlich gemacht.

2. Harmonisierungsintensität

In der Praxis der europäischen Rechtsangleichung hat sich mangels Vorgaben des europäischen Primärrechts eine Vielzahl an Harmonisierungstypen herausgebildet.¹³ Wesentliches Differenzierungskriterium ist die Harmonisierungsintensität.¹⁴ Harmonisierungsintensität bezeichnet das Maß der Verbindlichkeit der unionsrechtlichen Normen innerhalb des vom Unionsrechtsakt erfassten Regelungsbereichs gegenüber dem nationalen Gesetzgeber bzw. spiegelbildlich das Maß der dem nationalen Gesetzgeber in diesem Regelungsbereich verbleibenden Regelungsautonomie.¹⁵ Zu fragen ist, ob und inwieweit die angleichende Rechtsnorm innerhalb ihres Anwendungsbereichs abschließend ist.¹⁶

Zu unterscheiden ist die Harmonisierungsintensität einer Norm von deren Regelungs- bzw. Anwendungsbereich.¹⁷ Dieser hat wesentlichen Einfluss auf die den Mitgliedsstaaten verbleibende Regelungsautonomie.¹⁸ Die Bestim-

¹³ Vgl. den umfassenden Überblick bei: *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 18; *von Danwitz* in: Dausen (Hrsg.), Hdb. EU-Wirtschaftsrecht, B.II Rn. 98 ff.

¹⁴ *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 18; *W.-H. Roth* in: Gsell/Herresthal (Hrsg.), Vollharmonisierung im Privatrecht, 13–45, 18. Z.T. auch als Harmonisierungsgrad bezeichnet: *Riehm* in: Busch et al. (Hrsg.), Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 2009, 159–207, passim; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 38.

¹⁵ *Jäger*, Überschießende Richtlinienumsetzung, 31. Aufgrund der Notwendigkeit einer Abgrenzung der Harmonisierungsintensität von der Regelungsichte scheint die Definition von *Streinz* die „Harmonisierungsintensität bestimm[e] die Dichte der gemeinschaftsrechtlichen Regelung“ wenig geeignet. S. *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 18.

¹⁶ *Jäger*, Überschießende Richtlinienumsetzung, 31; *W.-H. Roth* in: Gsell/Herresthal (Hrsg.), Vollharmonisierung im Privatrecht, 13–45, 18; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 38.

¹⁷ *Jäger*, Überschießende Richtlinienumsetzung, 31, 73 ff.; *Riehm*, JZ 2006, 1035–1045, 1037 ff.; *Habersack/Mayer* in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, § 14 Rn. 11. Griffig zwischen „vertikaler Harmonisierungsintensität“ und „horizontaler Harmonisierungsreichweite“ unterscheidend: *Mülbert*, ZHR 172 (2008), 170–209, 176, 183.

¹⁸ Bezogen auf einen konkreten Rechtsakt kann die Differenzierung zwischen Harmonisierungsintensität und Regelungsbereich zu nicht unerheblichen Schwierigkeiten bei der Bestimmung der den Mitgliedsstaaten verbleibenden Regelungsautonomie führen. S. bspw. zu Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 iii) TD: *Veil*, ZGR 2014, 544–607, 572.

mung des Regelungsbereichs betrifft die der Bestimmung der Harmonisierungsintensität vorgelagerte Frage, welche Sachverhalte in sachlicher, geografischer und persönlicher Hinsicht von der Rechtsangleichung erfasst werden.¹⁹ Dies kann mit enormen Schwierigkeiten behaftet sein. Erfasst werden alle Sachverhalte, denen die angleichende Norm eine Rechtsfolge zuordnet.²⁰ Nur wenn einem Sachverhalt überhaupt keine Rechtsfolge zugeordnet wird, liegt dieser außerhalb des Anwendungsbereichs.²¹ Ob dies der Fall ist, ist durch Auslegung zu ermitteln.²²

Weiterhin ist die Harmonisierungsintensität von der Regelungsdichte eines Rechtsaktes zu unterscheiden.²³ Diese bezeichnet die regulatorische Detailtiefe einer Rechtsangleichungsmaßnahme.²⁴ Auch Normen, die einen Regelungsbereich nur in wenigen Aspekten regeln oder mit Generalklauseln und unbestimmten Rechtsbegriffen arbeiten, können vollharmonisierend sein. Ebenso können präzise und detaillierte, eine hohe Regelungsdichte aufweisende Vorgaben im Wege der Mindestharmonisierung erlassen werden.²⁵

Die Harmonisierungsintensität ist für jede Norm individuell durch Auslegung zu ermitteln.²⁶ Dabei sind insbesondere der Wortlaut, der vor allem mit Hilfe der Erwägungsgründe zu bestimmende Sinn und Zweck der konkreten Regelung sowie der systematische Zusammenhang zu berücksichtigen.²⁷

¹⁹ Vgl. *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 18; *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 40; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 38, 42.

²⁰ *Riehm*, JZ 2006, 1035–1045, 1038.

²¹ *Riehm*, JZ 2006, 1035–1045, 1038.

²² *Riehm*, JZ 2006, 1035–1045, 1040. Zustimmend: *Gebauer* in: Gsell/Herresthal (Hrsg.), Vollharmonisierung im Privatrecht, 163–176, 166.

²³ Als „Konkretisierungsintensität“ bezeichnend: *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 38.

²⁴ *Riehm*, JZ 2006, 1035–1045, 1037.

²⁵ *Jäger*, Überschießende Richtlinienumsetzung, 45; *Riehm*, JZ 2006, 1035–1045, 1037; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 38 f.

²⁶ Schlussanträge *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, GA Kokott, Rs. C-45/08, ECLI:EU:C:2009:534, Rn. 75. S. auch: *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 65; *Gerner-Beuerle*, CMLJ 2012, 317–342, 330; *Tietje* in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der EU, Art. 114 AEUV Rn. 39. Anders hingegen *Riehm*, welcher nicht eine einzelne Rechtsnorm, sondern einen angleichenden Rechtsakt in Gänze als voll- oder mindestharmonisierend bezeichnet, JZ 2006, 1035–1045, 1035 Fn. 3. Ihm folgend: *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 38. Ebenso nicht zu überzeugen vermag die darauf aufbauende These von *Riehm* und *Lippstreu*, dass Rechtsakte, welche nur punktuelle Abweichungen erlauben, als vollharmonisierend zu bezeichnen sind, wohingegen mindestharmonisierende Rechtsakte dadurch gekennzeichnet sind, dass diese eine allgemeine Öffnungsklausel enthalten. S. *Riehm*, JZ 2006, 1035–1045, 1035 Fn. 3; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 39, 42.

²⁷ S. bspw. Urteil *Kommission/Frankreich*, Rs. C-52/00, ECLI:EU:C:2002:252, Rn. 16 ff.; Urteil *Kommission/Griechenland*, Rs. C-154/00, ECLI:EU:C:2002:254,

Verfolgt die angleichende Norm beispielsweise das Ziel, Regulierungsarbitrage zu vermeiden, ist dies ein erhebliches Argument für Vollharmonisierung.²⁸ Auch die genetische Auslegung einer Vorschrift kann wichtige Rückschlüsse ermöglichen.²⁹ Neben den Begründungen für die Kommissionsvorschläge spielen die im Trilog geäußerten Regelungsvorstellungen eine wichtige Rolle. Diese sind allerdings zum Teil schwer zu ermitteln.³⁰ Die Handlungsförm ermöglicht hingegen keine zwingenden Schlüsse auf die Harmonisierungsintensität.³¹ Die in der Literatur teilweise vertretene Ansicht, aus dem mehrstufigen Verfahren der Rechtssetzung (*Lamfalussy*-Verfahren)³² folge grundsätzlich, dass es sich um vollharmonisierende Regelungen handle,³³ kann nicht überzeugen.³⁴ Gestützt wird diese Ansicht auf Ausführungen im FSAP und im *Lamfalussy*-Bericht sowie auf die Struktur des Rechtssetzungs-

Rn. 12 ff. S. auch Schlussanträge *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, GA Kokott, Rs. C-45/08, ECLI:EU:C:2009:534, Rn. 76. Ausführlich zur Ermittlung der Harmonisierungsintensität durch Auslegung: *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 65 ff.

²⁸ Auch die Ziele des Anlegerschutzes und der Integrität der Finanzmärkte als Hinweis auf eine Vollharmonisierung bewertend: Schlussanträge *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, GA Kokott, Rs. C-45/08, ECLI:EU:C:2009:534, Rn. 82 ff. Kritisch dazu: *Germer-Beuerle*, CMLJ 2012, 317–342, 330.

²⁹ Die Bedeutung historischer Argumente im Unionsrecht ist allerdings umstritten. Lediglich eine Hilfsfunktion zugestehend: *Anweiler*, Die Auslegungsmethoden des Gerichtshofs, 246 ff., 262 ff.; *Vogener*, Die Auslegung von Gesetzen, 385 f., 420 ff.; *Oppermann/Classen/Nettesheim*, Europarecht, § 10 Rn. 174. Differenzierend: *Müller/Christensen*, Juristische Methodik, Bd. II – Europarecht, Rn. 64 ff., 342 ff.; *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 378 ff. Differenzierend mit Blick auf das Kapitalmarktrecht: *Veil* in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 47 ff.

³⁰ *Veil*, ZGR 2014, 544–607, 569 Fn. 139.

³¹ *U. H. Schneider*, AG 2012, 823–826, 825; *Veil*, ZGR 2014, 544–607, 569. Einer Verordnung regelmäßig „Maximalharmonisierungscharakter“ beimessend: *Mülberr*, ZHR 176 (2012), 369–379, 374. Zum Typus der Maximalharmonisierung Kapitel 1 Fn. 56, S. 10.

³² Die Bezeichnung geht zurück auf den Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte v. 15.2.2001 unter Vorsitz von *Alexandre Lamfalussy*. Das ursprüngliche *Lamfalussy*-Verfahren hat in den letzten Jahren erhebliche Änderungen erfahren. Insbesondere ist die ESMA weitaus stärker in den Rechtssetzungsprozess eingebunden als CESR. S.: *Walla* in: *Veil* (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 4 Rn. 6. Für die obige Argumentation sind diese Änderungen irrelevant.

³³ *Möllers*, ZEuP 2008, 480–505, 500; *ders.* in: *Gsell/Herresthal* (Hrsg.), Vollharmonisierung im Privatrecht, 247–272, 256 f.; *ders.* in: *FS Hopt*, 2247–2264, 2261; *Frank*, Rechtswirkungen der Leitlinien und Empfehlungen, 27 f., 80, 144 f. Tendenziell auch: *Buchmann*, Die Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 95 ff., *Gruber*, ZFR Spezial 2011, 1–15, 10.

³⁴ Schlussanträge *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, GA Kokott, Rs. C-45/08, ECLI:EU:C:2009:534, Rn. 89 f.; *Moloney*, EC Securities Regulation, 35; *Veil*, ZGR 2014, 544–607, 569.

verfahrens. Wesentliches Ziel des FSAP sei es gewesen, die verbleibende Kapitalmarktfragmentierung zu überwinden und einen einheitlichen Kapitalmarkt zu schaffen.³⁵ Das *Lamfalussy*-Verfahren solle dieses Ziel effizient verwirklichen. Außerdem sei dem *Lamfalussy*-Bericht zu entnehmen, dass das Verfahren dem „Fehlen klarer europaweiter Regelungen“³⁶ entgegenwirken solle. Auf diese Ziele des *Lamfalussy*-Verfahrens werde in den Erwägungsgründen der Rahmenrechtsakte verwiesen.³⁷ Deshalb sei von einer „Vollharmonisierung des neuen Rechts auszugehen“³⁸. Außerdem folge bereits aus der Mehrstufigkeit des Rechtssetzungsverfahrens, dass eine „Rahmenrichtlinie [...] vollharmonisierend sein muss.“³⁹ Allerdings betrifft das *Lamfalussy*-Verfahren allein die Frage, wie auf Unionsebene das Recht gesetzt wird, nicht hingegen, welchen Inhalt es hat.⁴⁰ Allein aus der Tatsache, dass sich aus den Rahmenrechtsakten und den ergänzenden Vorschriften auf Stufe 2 ein dicht gewobenes Netz an Regelungen ergeben kann, folgt nicht, dass die Mitgliedsstaaten nicht über diese Vorgaben hinaus gehen dürfen. Denn die Regelungsdichte korrespondiert nicht notwendigerweise mit der Harmonisierungsintensität. Primärer Zweck des *Lamfalussy*-Verfahrens war die Beschleunigung der Rechtssetzung.⁴¹ Die Verweise auf die Ziele des *Lamfalussy*-Verfahrens führen nicht zu einer Überlagerung sämtlicher anderen methodischen Erwägungen. Die Harmonisierungsintensität einer Norm kann nur auf der Grundlage einer umfassenden Auslegung festgestellt werden.

In der nachfolgenden, grundsätzlich an der Harmonisierungsintensität anknüpfenden Typologie werden in der Praxis der Rechtssetzung verbreitete Harmonisierungstypen skizziert.⁴²

³⁵ *Europäische Kommission*, FSAP, S. 3.

³⁶ *Lamfalussy*-Bericht, S. 16.

³⁷ *Möllers*, ZEuP 2008, 480–505, 500; *ders.* in: Gsell/Herresthal (Hrsg.), Vollharmonisierung im Privatrecht, 247–272, 256. In den jüngeren Rahmenrechtsakten sind diese Verweise nicht mehr enthalten.

³⁸ *Möllers*, ZEuP 2008, 480–505, 500.

³⁹ *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 99. Unmittelbar im Anschluss allerdings formulierend, „dass Richtlinien im Anwendungsbereich des *Lamfalussy*-Verfahrens tendenziell vollharmonisierend“ seien, a.a.O.

⁴⁰ Schlussanträge *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, GA Kokott, Rs. C-45/08, ECLI:EU:C:2009:534, Rn. 90.

⁴¹ *Lamfalussy*-Bericht, S. 19 ff. und passim.

⁴² Eine einheitliche Terminologie und Typologie hat sich in der Wissenschaft bislang noch nicht herausgebildet. Bei häufiger auftretenden terminologischen Abweichungen wird auf diese gesondert hingewiesen.

a) Vollharmonisierung

Vollharmonisierung führt zu einem vollständigen Verlust der mitgliedstaatlichen Regelungsautonomie und verlagert diese auf die Unionsebene.⁴³ Die Regelungen sind vollständig und abschließend.⁴⁴ Die Mitgliedsstaaten dürfen im sachlichen, persönlichen und geografischen Anwendungsbereich vollharmonisierender Regelungen weder strengere noch weniger strenge Regelungen beibehalten⁴⁵ oder einführen.⁴⁶ Erfolgt die Rechtsangleichung durch das Instrument der Richtlinie, darf von dem in dem Unionsrechtsakt vorgegebenen Ergebnis nicht abgewichen werden⁴⁷ und den Mitgliedsstaaten verbleibt grundsätzlich kein Umsetzungsspielraum.⁴⁸ Erfolgt die vollharmonisierende Rechtsangleichung hingegen durch das Instrument der Verordnung, gilt diese innerhalb des Anwendungsbereichs abschließend und unmittelbar.⁴⁹

b) Mindestharmonisierung

Ist die angleichende Rechtsnorm mindestharmonisierend ausgestaltet, stellt diese ausschließlich Minimalstandards auf, die von den Mitgliedsstaaten nicht unterschritten werden dürfen.⁵⁰ Strengere nationale Vorschriften dürfen hingegen in jedem Fall für ausschließlich inländische Sachverhalte beibehalten oder erlassen werden.⁵¹

⁴³ Verbreitet auch als *Totalharmonisierung* bezeichnet: *Leible/Schröder* in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 114 AEUV Rn. 26; *von Danwitz* in: Dausen (Hrsg.), Hdb. EU-Wirtschaftsrecht, B.II Rn. 98. Zu weiteren rein terminologischen Unterschieden: *Wagner*, Das Konzept der Mindestharmonisierung, 46. Im englischsprachigen Schrifttum meist als *maximum harmonization* bezeichnet. Vgl. bspw. *Tison* in: Ferrarini/Wymeersch (Hrsg.), Investor Protection in Europe, 443–464, 447 ff.; *Moloney*, EU Securities and Financial Market Regulation, 28; *Schammo*, EU Prospectus Law, 71. Z.T. auch *total harmonization* (*Slot*, E.L.Rev. 1996, 378–397, 382) oder *comprehensive harmonization* (*Ferrarini*, EBOR 3 (2002), 249–292, 251).

⁴⁴ *Seidel*, EuR 1967, 202–216, 211.

⁴⁵ Urteil *Ratti*, C-148/78, ECLI:EU:C:1979:110, Rn. 26.

⁴⁶ Urteil *Kommission/Dänemark*, C-278/85, ECLI:EU:C:1987:439, Rn. 12. Vgl. auch *Slot*, E.L.Rev. 1996, 378–397, 382 f.; *W.-H. Roth* in: Gsell/Herresthal (Hrsg.), Vollharmonisierung im Privatrecht, 13–45, 18; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 42.

⁴⁷ *Fischer* in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EU-Verträge Kommentar, Vorb. Art. 114–118 AEUV Rn. 10. Vgl. auch BGHZ 193, 238 Rn. 23.

⁴⁸ *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 18.

⁴⁹ *Geisman* in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, Art. 288 AEUV Rn. 35.

⁵⁰ *Slot*, E.L.Rev. 1996, 378–397, 384; *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 19; *Wagner*, Das Konzept der Mindestharmonisierung, 53.

⁵¹ Vgl. Urteil *Buet und EBS*, Rs. C-382/87, ECLI:EU:C:1989:198, Rn. 16. S. auch *Slot*, E.L.Rev. 1996, 378–397, 384; *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung

Die Zulässigkeit strengerer Vorschriften für grenzüberschreitende Sachverhalte hängt hingegen davon ab, ob die Mindestharmonisierung – wie häufig – sekundärrechtlich mit einer Pflicht zur gegenseitigen Anerkennung kombiniert wird. Diese verbietet dem Aufnahmestaat über die Mindestvorgaben hinausgehende Anforderungen für grenzüberschreitende Sachverhalte vorzusehen. Ausländische Produkte und Dienstleistungen, die die europäischen Vorgaben erfüllen, erlangen automatisch Freiverkehrsfähigkeit und jeder Marktteilnehmer kann sich auf die in seinem Mitgliedsstaat geltenden Vorschriften berufen (Beispiel: Europäischer Pass für Wertpapierprospekte).⁵² Die dadurch bewirkte Gleichwertigkeit der Rechtsordnungen tritt an die Stelle der durch Vollharmonisierung bewirkten Gleichheit.⁵³ Ist die gegenseitige Anerkennung sekundärrechtlich nicht vorgesehen, richtet sich die Zulässigkeit strengerer Vorschriften nach europäischem Primärrecht, insbesondere den Grundfreiheiten.⁵⁴

c) Regelungsbereichsbezogene Harmonisierungstypen

Neben den dargelegten Harmonisierungstypen, die an die Harmonisierungsintensität der rechtsangleichenden Norm anknüpfen, werden verschiedene regelungsbereichsbezogene Typen diskutiert. Im Vordergrund stehen die partielle Harmonisierung und die Kernbereichsharmonisierung.

Der Typus der partiellen Harmonisierung⁵⁵ beschreibt eine Rechtsangleichungsnorm, deren geografischer Regelungsbereich eingeschränkt ist. Typischerweise werden ausschließlich grenzüberschreitende Sachverhalte er-

im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 19; *Wagner*, Das Konzept der Mindestharmonisierung, 53. Zum damit verbundenen Problem der Inländerdiskriminierung: Urteil *Saunders*, Rs. C-175/78, ECLI:EU:C:1979:88, Rn. 11. Offengelassen in BGHZ 108, 342 Rn. 13. Aus der Literatur: König, AöR 1993, 591–616; *Slot*, E.L.Rev. 1996, 378–397, 383.

⁵² *Fischer* in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EU-Verträge Kommentar, Vorb. Art. 114–118 AEUV Rn. 10; *Lippstreu*, Wege der Rechtsangleichung, 41. Teilweise auch als eigenständiger Harmonisierungstypus der *optionalen Harmonisierung* [*Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 19; *Wagner*, Das Konzept der Mindestharmonisierung, 50 ff.] bzw. *optionalen Harmonisierung* [*von Danwitz* in: Dausen (Hrsg.), Hdb. EU-Wirtschaftsrecht, B.II Rn. 100] eingeordnet.

⁵³ *Hopt*, ZGR 1992, 265–295, 269.

⁵⁴ Missverständlich formuliert, da auf einen ausdrücklichen Verweis des Rechtsakts auf das einzuhaltende Primärrecht abstellend: Urteil *Deutscher Apothekerverband*, Rs. C-322/01, ECLI:EU:C:2003:664, Rn. 64. Eindeutig hingegen: Urteil *Karner*, Rs. C-71/02, ECLI:EU:C:2004:181, Rn. 32–34. Vgl. bereits *Slot*, E.L.Rev. 1996, 378–397, 385; *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 19.

⁵⁵ Auch *Teilharmonisierung* oder *unvollständige Harmonisierung*. Vgl. *Streinz* in: Everling/Roth (Hrsg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 9–32, 19.

Sachregister

- Adaptive Markets Hypothesis (AMH)
121 ff.
- Ad-hoc-Publizität 130, 148 ff.
- Allokationseffizienz 116 ff.
- Anpassungseffizienz 16 f., 149, 180 ff.
- Behavioral Finance 121 ff.
- Beteiligungstransparenz 45, 130 ff., 152
- Bewertungseffizienz 116 ff.
- Binnenmarkt 74 ff., 168 ff., 189 f.
- Cheapest cost avoider 128
- Consultative Working Groups 68
- Contagion 80, 175
- Delegierte Rechtsakte 56
- Durchführungs-Rechtsakte 56
- Efficient Capital Markets Hypothesis (ECMH) 113 ff.
- Enforcement *siehe* Normdurchsetzung
- Entdeckungsfunktion 24
- Europäischer Pass 31
- Experimentierklauseln 182 ff.
- Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte (EGESC) 15
- Finanzmarktstabilität 173 f., 182 ff.
- Financial Trilemma 178
- Fundamentale Effizienz *siehe* Bewertungseffizienz
- Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte
- , operative 113
 - , institutionelle 113
 - , alloкатive 113
- Generalklauseln 149 ff.
- Grenzüberschreitende Effekte 174 f., 176 ff.
- Grundfreiheiten 45 f., 98 ff.
- Harmonisierungsintensität 5 ff.
- Harmonisierungsfunktion 28 ff.
- Harmonisierungskompetenzen 43 ff.
- Home bias 83 f., 86 ff., 108
- Ideenwettbewerb *siehe* Wettbewerb der Ideen
- Information overload 145, 147, 151
- Informationseffizienz 115 f.
- , Mechanismen 118 ff.
- Informationskosten 120 f., 127, 167 f.
- Informationserwerbskosten 128 ff.
 - Informationsverarbeitungskosten 144 ff.
 - Informationsverifizierungskosten 154 ff.
- Integrationsindikatoren 82
- Innovationsfunktion 24 f.
- Institutionelle Effizienz 80
- Institutioneller Wettbewerb 19 ff., 30 ff., 38 ff., 132 ff., 153, 166 f., 176 ff.
- Implementing Technical Standards (ITS) 56
- Issuer Choice 133 f.
- Kapitalbinnenmarkt *siehe* Binnenmarkt
- Kernbereichsharmonisierung 10 f.
- Lamfalussy-Verfahren 7f.
- Leitlinien und Empfehlungen 57 ff., 62 ff.
- Level playing field 76, 93 f.
- Limits of arbitrage 123
- Machtbegrenzungsfunktion 30
- Mindestharmonisierung 9 f.
- Modellgesetze 29

- Normdurchsetzung 155 ff.
 –, aufsichtsrechtliche 158 ff.
 –, privatrechtliche 160 ff.
 –, strafrechtliche 48, 164 ff.
- Öffnungsklauseln 149, 168
 Operationale Effizienz 80
- Partielle Harmonisierung 10 f.
 Peer reviews 70 f.
 Periodische Publizität 129 f.
 Portable Reciprocity 135
 Public Choice 96
 Publizitätspflichten 113 ff., 126 ff.,
 167 f.
 Präferenzanpassungsfunktion 24 f.
 Prospektpublizität 129
- Questions and Answers (Q&As) 57, 72
- Race to the bottom/race to the top 25 f.,
 134, 176 ff.
- Rat der Aufseher 15
 Rechtsangleichung 3 ff.
 Rechtstraditionen 13
 Rechtsvereinheitlichung 3 f.
 Regulatorische Diversität 180
 Regulatory Technical Standards (RTS)
 56
 Regulierungsarbitrage 20, 38 ff.
 Revisionsklauseln 17
- Securities and Markets Stakeholder
 Group (SMMSG) 68
 Sprachregelung 152
- Standing Committees 15, 66
 Standort- und Rechtswahlfreiheit 22
 Subsidiarität 52 f.
 Sunset-clauses 185 ff.
 Switching costs 17 f.
 Systembrüche 13 f.
 Systemrisiko 174
 Systemwettbewerb *siehe* Institutioneller
 Wettbewerb
- Technische Durchführungsstandards
siehe Implementing Technical Stan-
 dards
 Technische Regulierungsstandards *siehe*
 Regulatory Technical Standards
 Traditionen *siehe* Rechtstraditionen
 Trilog 16
- Versteinerung *siehe* Anpassungseffizi-
 enz
 Vollharmonisierung 9
 Vorlagepflicht 69 f.
- Wettbewerb als Entdeckungsverfahren
 24 ff.
 Wettbewerb der Ideen 23, 27 ff., 140 f.,
 153, 188
 Wettbewerb der Rechtsordnungen *siehe*
 Institutioneller Wettbewerb
 Wettbewerbsverzerrungen 92 ff.,
 109 ff., 169 f.
- Yardstick competition, *siehe* Wettbe-
 werb der Ideen