

## **Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht: zur Regelungskompetenz nationaler Gerichte und Parlamente**

**Thomas M. J. Möllers**

### **Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:**

Möllers, Thomas M. J. 2009. "Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht: zur  
Regelungskompetenz nationaler Gerichte und Parlamente." In  
Vollharmonisierung im Privatrecht: die Konzeption der Richtlinie am Scheideweg?,  
edited by Beate Gsell and Carsten Herresthal, 247-72. Tübingen: Mohr Siebeck.

### **Nutzungsbedingungen / Terms of use:**

**licgercopyright**

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under the following conditions:

**Deutsches Urheberrecht**

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publizieren>



# Vollharmonisierung im Privatrecht

Die Konzeption der Richtlinie  
am Scheideweg?

Herausgegeben von  
Beate Gsell und Carsten Herresthal

Mohr Siebeck

# Vollharmonisierung im Kapitalmarkt

## Zur Regelungskompetenz nationaler Gerichte und Parlamente

Prof. Dr. *Thomas M. J. Möllers*, Augsburg

### Inhaltsübersicht

I. Gesetzgebungskonzepte im Europäischen Kapitalmarktrecht .....	248
1. Grundlagen .....	248
a) Ausgangsfälle .....	248
b) Grundbegriffe .....	249
c) Überschneidungen .....	250
2. Das frühere Konzept der Mindestharmonisierung und das jetzige Lamfalussy-Verfahren .....	250
3. Besonderheiten .....	253
a) Die sechs Normenkomplexe – Normenebenen .....	253
b) CESR als „Auslegungsausschuss“ .....	253
II. Folgerungen .....	255
1. Mehrere Auslegungsvorgänge zur Bestimmung des Vollharmonisierungskonzepts .....	255
2. Das Lamfalussy-Verfahren als gewollte Vollharmonisierung .....	256
3. Fehlende Konkretisierungskompetenz nationaler Parlamente, Gerichte und Behörden .....	257
4. Konkretisierungskompetenz durch CESR .....	258
III. Zur Vollharmonisierung in concreto – Einzelne Problemfelder .....	259
1. Konkretisierungskompetenz der nationalen Verwaltung und nationaler Gerichte bei unbestimmten Rechtsbegriffen? .....	259
a) Zum Meinungsstreit .....	259
b) Beispiele: unverzüglich, international gebräuchliche Finanzsprache, hinreichende Wahrscheinlichkeit .....	260
c) Schlussfolgerungen: Konkretisierungsrecht des EuGH und Vorlageverpflichtung .....	262
2. Konkretisierungskompetenz des nationalen Gesetzgebers bei ungeklärter Regelungsintensität .....	264
a) Meinungsstreit .....	264
b) Beispiele: Geschlossene Fonds als Wertpapiere, zivilrechtliche Pflichten .....	265

c) Vollharmonisierung und fehlende Kompetenz zur Begründung eines umfangreichen Beratungsprotokolls .....	266
d) Folgerungen .....	269
3. Licht und Schatten des Lamfalussy-Verfahrens .....	270
IV. Zusammenfassende Thesen und Ausblick .....	271

## I. Gesetzgebungskonzepte im Europäischen Kapitalmarktrecht

### 1. Grundlagen

#### a) Ausgangsfälle

Vergleichbar mit dem Steuerrecht nimmt die Regelungsdichte im Kapitalmarktrecht jedes Jahr zu: Kaum jemand durchschaut noch die Flut von Gesetzen, Verordnungen und Verlautbarungen des deutschen und europäischen Gesetzgebers und der Wertpapieraufsichtsbehörden.<sup>1</sup> Die Normenflut im Kapitalmarktrecht bezweckt Rechtssicherheit und vor allem die Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen, einem *level playing field*, und der Vermeidung eines *gold plating* einzelner Mitgliedstaaten.<sup>2</sup> Trotz dieser Harmonisierungsdichte ist es nicht einfacher als bisher die einschlägigen Fälle zu lösen: Im Daimler-Fall ist streitig, ob eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Ausscheidens des Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG Schrempp bereits zu dem Zeitpunkt bestand, als er sicher als Vorstandsvorsitzender ausscheiden wollte, auch wenn der Aufsichtsrat noch nicht hierüber entschieden hatte. Während der BGH und das OLG Stuttgart dies verneinten, ist das OLG Frankfurt gegenteiliger Auffassung.<sup>3</sup> Zudem lautete die Gretchenfrage, ob der BGH diese Rechtsfrage beurteilen durfte oder vielmehr derartig zweifelhafte Rechtsfragen nicht nach dem EuGH vorzulegen gewesen wären? Und ein zweiter aktueller Fall: Der deutsche Bundestag hat jüngst Banken verpflichtet, zur besseren Aufsicht ein umfangreiches Beratungsprotokoll zu erstellen.<sup>4</sup> Hatte der deutsche Gesetzgeber für den Erlass eines solchen Protokolls überhaupt die erforderliche

<sup>1</sup> Eine strukturierte Übersicht findet sich unter der kapitalmarktrechtlichen Datenbank: [www.thomas-moellers.de](http://www.thomas-moellers.de). Die Bearbeiter der WpHG-Kommentare stöhnen über die Regelungswut und Regelungsdichte. S. das Vorwort von *Assmann/Schneider*, WpHG, 4. Aufl. 2006 (hierzu *Möllers WM* 2007, 475) und 5. Aufl. 2009; zurückhaltender *Hirtel/Möllers*, KK-WpHG, 2007.

<sup>2</sup> *Mülbert ZHR* 172 (2008), 170, 180; *Fleischer NZG* 2009, 401, 408.

<sup>3</sup> S. jüngst *Möllers/Bornemann WuB* 2009, I G 6. § 13 WpHG 1.09.

<sup>4</sup> § 34 Abs. 2a WpHG-E i.V.m. § 14 Abs. 6 WpDVerO des Gesetzes zur Neuordnung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung, RegF. BT-Drs. 16/12814.

Kompetenz, nachdem sich solch umfangreiche Pflichten nicht im europäischen Recht finden?<sup>5</sup>

#### b) Grundbegriffe

Bekanntermaßen erlaubt die Mindestharmonisierung den Mitgliedstaaten, über das europäische Recht hinaus strengeres nationales Recht zu erlassen. Solche Mindest- oder Minimumklauseln finden sich zu Hauf. Nahezu alle bisherigen Richtlinien zum Verbraucherschutz sind mit solchen Mindestklauseln versehen. Eine Formulierung lautet typischerweise: „Die vorliegende Richtlinie hindert die Mitgliedstaaten nicht daran, noch günstigere (Verbraucherschutz-) Bestimmungen auf dem Gebiet dieser Richtlinie zu erlassen oder beizubehalten.“<sup>6</sup> Daneben erlauben Optional- oder Wahlklauseln den Mitgliedstaaten, Regelungsinhalte umzusetzen, ohne dazu gezwungen zu sein.<sup>7</sup> Rückverweisungsklauseln schaffen nur einen Harmonisierungsrahmen und erlauben den Mitgliedstaaten weiterhin, die einzelnen Voraussetzungen festzulegen.<sup>8</sup> Unbestimmte Rechtsbegriffe lassen sich allerdings nicht auf den konkreten Sachverhalt anwenden; sie bedürfen weiterer Konkretisierung.<sup>9</sup> Schließlich existieren zahlreiche Lücken. Von Vollharmonisierung oder Totalharmonisierung spricht man, wenn die Richtlinie ihrem Inhalt nach abschließend ist, also kein strengeres nationales Recht erlaubt. Ob ein abschließender Charakter der Richtlinie vorliegt, ist im Wege der Auslegung festzustellen. Solche grundsätzlich abschließenden Richtlinien sind etwa die Pro-

<sup>5</sup> Kritisch *Möllers/Wenninger*, Stellungnahme im Rechtsausschuss als Gutachter des Deutschen Bundestages zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Neuordnung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung (BT-Drs. 16/12814) v. 29.4.2009, abrufbar unter [www.thomas-moellers.de](http://www.thomas-moellers.de).

<sup>6</sup> Art. 8 Haustürwiderrufs-RiL 85/577/EWG v. 20.12.1985, ABl. 1985 L 372, 31; s. etwa auch Art. 15 Verbraucherkredit-RiL 87/102/EG v. 22.12.1986, ABl. 1987 L 42, 48; Art. 5 Pauschalreise-RiL 90/314/EWG v. 13.6.1990, ABl. 1990 L 158, 59; Art. 14 Fernabsatz-RiL 97/7/EG v. 20.5.1997, ABl. 1997 L 144, 19.

<sup>7</sup> So sieht beispielsweise die Verbrauchsgüterkauf-RiL optional vor, dass der Verbraucher den Mangel rügen muss, bevor er weitere Ansprüche geltend machen kann, Art. 5 Abs. 2 Verbrauchsgüterkauf-RiL 1999/44/EG v. 25. 5.1999, ABl. 1999 L 171, 1.

<sup>8</sup> Das gilt etwa für den besonders sensiblen Bereich von Schadensersatzansprüchen. So verweisen die Produkthaftungs-RiL ebenso wie die jüngst eingeführten Schadensersatzansprüche im Gesellschaftsrecht auf das nationale Recht. S. für den immateriellen Schaden Art. 9 S. 2 der Produkthaftungs-RiL 85/374/FWG v. 25.7.1985, ABl. 1985 I. 210, 29; allgemein für den Schadensersatz etwa Art. 7 Transparenz-RiL 2004/109/EG v. 15.12.2004, ABl. 2005 L 390, 38; Art. 50c der Bilanz-RiL 78/660/EWG v. 14.8.1978, ABl. 1978 L 222, 11, geändert durch RiL 2006/46/EG v. 14.6.2006, ABl. 2006 L 224, 1.

<sup>9</sup> Art. 11 Abs. 1 Wertpapierdienstleistungs-RiL (Investor Services Directive – ISD) 93/22/EG v. 10.5.1993, ABl. 1993 L 141, 27 verlangte, dem „Kunden alle zweckdienlichen Informationen in geeigneter Form mitzuteilen“.

dukthaftungs-RiL<sup>10</sup> oder die RiL zur vergleichenden Werbung<sup>11</sup>. Eine typische Formulierung lautet etwa: „Die Mitgliedstaaten erlegen diesen (Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten) in den von der vorliegenden Richtlinie erfassten Bereichen keine zusätzlichen Anforderungen auf.“<sup>12</sup> Schließlich wird in der Literatur noch der Begriff der Maximalharmonisierung verwendet: Sie gilt für grenzüberschreitende Vorgänge und verbietet dem Aufnahmestaat strengere nationale Vorschriften zu erlassen.<sup>13</sup> Die Vollharmonisierung ist insoweit weitergehend als die Maximalharmonisierung, als sie auch rein nationale Sachverhalte erfasst.

### c) Überschneidungen

Das Konzept einer Mindest-, Maximal- oder Vollharmonisierung wird regelmäßig aber nicht in Reinkultur in einer Richtlinie oder Verordnung umgesetzt. Vielmehr finden sich trotz der Betonung des grundsätzlich abschließenden Charakters der Vollharmonisierung in einer Richtlinie oder Verordnung mit einem solchen Regelungskonzept, Optional-, Experimentier- oder Rückverweisungsklauseln auf das nationale Recht. Selbstredend existieren auch bei einer auf dem Konzept der Vollharmonisierung beruhenden Richtlinie unbestimmte Rechtsbegriffe und Lücken.

## 2. Das frühere Konzept der Mindestharmonisierung und das jetzige Lamfalussy-Verfahren

Seit 1985 verfolgte die Europäische Kommission das Konzept der Mindestharmonisierung.<sup>14</sup> Auch das Kapitalmarktrecht war davon geprägt, dass etwa in vielen Bereichen sog. Mindestklauseln ausdrücklich strengeres nationales Recht erlaubten. In den inzwischen nicht mehr gültigen Insider-<sup>15</sup>, Börsenzulas-

<sup>10</sup> Bezogen auf den materiellen Schaden s. EuGH, Rs. C-183/00 (*María Victoria González Sánchez v. Medicina Asturiana SA*), Slg. 2002, I-3901 Rn. 25; EuGH, Rs. C-52/00 (*Kommission v. Französische Republik*), Slg. 2002, I-3827 Rn. 24.

<sup>11</sup> Art. 7 Abs. 2 RiL zur vergleichenden Werbung 97/55/EG v. 6.10.1997, ABl. 1997 L 290, 18.

<sup>12</sup> Art. 31 Abs. 1 Ua. 2 der RiL 2004/39/EG v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), ABl. L 2004 145, 1, Klammern vom Verfasser; s. hierzu Möllers, in: FS Horn, 2006, 473, 485 f.

<sup>13</sup> Zum Begriff *Tison*, in: Ferrarini/Wymeersch, Investor Protection in Europe, 2006, 443, 450 f.; ihm folgend Müllert WM 2007, 1149, 1157; ders. ZHR 172 (2008), 170, 176.

<sup>14</sup> Köndgen, in: Basedow u.a. (Hg.), Economic Regulation and Competition, 2002, 27, 47 ff.; ders., in: Everling/Roth (Hg.), Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt, 1997, 111.

<sup>15</sup> Art. 6 Insider-RiL 89/592/EWG v. 13.11.1989, ABl. 1990 L 334/30.

sungs-<sup>16</sup> und Wertpapierdienstleistungs-RiL<sup>17</sup> fanden sich entsprechende Formulierungen.

Um den Entwicklungen der Weltmärkte gerecht zu werden, legte die Europäische Kommission im Mai 1999 einen Aktionsplan Finanzdienstleistungen (Financial Service Action Plan – FSAP) zur Schaffung eines integrierten Finanzdienstleistungs- und Finanzmarktes vor. Für eine fristgerechte Durchführung wurde das bisherige Mitentscheidungsverfahren nach Art. 251 EG als zu langwierig angesehen.<sup>18</sup> Unter Vorsitz von Baron *Alexandre Lamfalussy* setzte die Kommission im Juli 2000 einen Ausschuss der Weisen ein, der untersuchte, wie ein effizientes und dynamisches Funktionieren der Wertpapiermärkte durch EU-Regelungen gewährleistet werden könnte.<sup>19</sup>

Dies geschah in einem ersten Schritt mit dem Erlass der vier *Rahmenrichtlinien* des FSAP im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens: der Marktmissbrauchs-RiL (MAD)<sup>20</sup>, der Prospekt-RiL,<sup>21</sup> der MiFID<sup>22</sup> und der Transparenz-RiL.<sup>23</sup> Während früher der Erlass von Richtlinien bis zu neun Jahre benötigte, betrug die durchschnittliche Dauer für den Erlass dieser Rahmenrichtlinien im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens ca. 20 Monate.<sup>24</sup> Zur Beseitigung der genannten Probleme schlug der Ausschuss zudem ein vierstufiges Verfahren für die EU-Rechtssetzung im Bereich der Finanzdienstleistungen vor, das auf dem Ko-

<sup>16</sup> Erwägungsgrund 5 Börsenzulassung-RiL 79/279/EWG v. 5.3.1979, ABl. 1979 L 66/21.

<sup>17</sup> Erwägungsgrund 3, Art. 11 Abs. 1 Wertpapierdienstleistungs-RiL (Fn. 9). Weitere Beispiele bei Möllers, Die Rolle des Rechts im Rahmen der europäischen Integration, 1999, 15 f.

<sup>18</sup> Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, (*Financial Service Action Plan – FSAP*) v. 11.5.1999, KOM (1999) 232 endg., 1, 16.

<sup>19</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte v. 15.2.2001, abrufbar unter: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_de.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf)) sowie unter [www.thomas-moellers.de/materialien](http://www.thomas-moellers.de/materialien).

<sup>20</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (*Marktmissbrauch-RiL* oder *Market Abuse Directive – MAD*), ABl. 2003 L 96, 16.

<sup>21</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/71/EG v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (*Prospekt-RiL*), ABl. 2003 L 345, 64.

<sup>22</sup> Fn. 12.

<sup>23</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2004/109/EG v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (*Transparenz-RiL*), ABl. 2005 L 390, 38.

<sup>24</sup> Vgl. Commission Staff Working Document „The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation – A preliminary assessment by the Commission services“ of 15.11.2004, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459_en.pdf), 1, 6.

mitologiebeschluss des Rates beruht.<sup>25</sup> Zwei Ausschüsse wurden eingesetzt: der EU-Wertpapierausschuss (*European Securities Committee – ESC*) und der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (*Committee of European Securities Regulators – CESR*). Auf der ersten Stufe werden die politischen Grundentscheidungen, die den Rahmen des Regelungsprogramms vorgeben, vom Europäischen Rat und dem Europäischen Parlament nach dem Verfahren der Mitentscheidung gemäß Art. 251 EG getroffen. Auf der zweiten Stufe entwerfen und beschließen die Kommission und das Europäische Parlament unter Mitwirkung des ESC und des CESR die auf der ersten Stufe delegierten Durchführungsbestimmungen.<sup>26</sup> Die technischen Einzelheiten werden dabei von den jeweiligen Ausschüssen ausgearbeitet und bei der Ausarbeitung des kommissionseigenen Vorschlags berücksichtigt. Auf der dritten Stufe erarbeiten die im CESR vertretenen Aufsichtsbehörden Empfehlungen, Leitsätze und *Standards* für die alltägliche Aufsichtstätigkeit<sup>27</sup> und gewährleisten trotz rechtlicher Unverbindlichkeit<sup>28</sup> eine kohärente und gleichwertige Umsetzung der Rechtsvorschriften von Stufe 1 und 2.<sup>29</sup> Auf der vierten Stufe überprüft schließlich die Kommission die Einhaltung der EU-Rechtsvorschriften.<sup>30</sup> Zusammengefasst spricht man von einem Vierstufenkonzept (Rahmenprinzipien, Durchführungsmaßnahmen, Zusammenarbeit und Durchsetzung).<sup>31</sup> Mit seinen 42 Maßnahmen wurde der Aktionsplan Finanzdienstleistungen inzwischen vollständig verwirklicht<sup>32</sup> und ein Großteil der Richtlinien in den Mitgliedstaaten umgesetzt.<sup>33</sup> Inzwischen existieren Durchführungsrichtlinien und -verordnungen<sup>34</sup> zu den vier Rahmenrichtlinien sowie zahlreiche Empfehlungen auf der dritten Stufe.<sup>35</sup>

<sup>25</sup> Beschluss 1999/468/EG v. 28.6.1999, ABl. 1999, L 184/23; s. hierzu *Karpf/Weidinger-Sosdean/Zartl* ZFR 2007, 6; *Schmolke* NZG 2005, 912.

<sup>26</sup> *Schmolke* EuR 2006, 432, 433; *ders.* NZG 2005, 912, 913.

<sup>27</sup> *Karpf/Weidinger-Sosdean/Zartl* ZFR 2007, 6, 7.

<sup>28</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 19), 47.

<sup>29</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 19), 46 f.; *Schmolke*, EuR 2006, 432, 435.

<sup>30</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 19), 49.

<sup>31</sup> Ziff. 1 der Entschließung des Europäischen Rates 2001/C-138/01 v. 23.3.2001 über eine wirksame Regulierung der Wertpapiermärkte in der Europäischen Union, ABl. 2001 C, 138, 1.

<sup>32</sup> Single Market in Financial Services Progress Report 2004–2005 v. 5.1.2006 (11. Fortschrittsbericht) SEC (2006) 17, 1, 3, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/progress-report/report2004-2005\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/progress-report/report2004-2005_en.pdf), sowie Single Market in Financial Services Progress Report 2006 v. 21.2.2007 (12. Fortschrittsbericht) SEC (2007) 263, 1, 10, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/progress-report/report2006\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/progress-report/report2006_en.pdf).

<sup>33</sup> S. die Übersicht über die Umsetzung der FSAP Richtlinien v. 1.5.2007, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/transposition\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/transposition_en.pdf).

<sup>34</sup> Die Richtlinien und die meisten anderen Dokumente finden sich unter [www.thomasmoellers.de/materialien](http://www.thomasmoellers.de/materialien).

<sup>35</sup> S. dazu etwa die Web-Seite unter [cesr.org](http://cesr.org).

### 3. Besonderheiten

#### a) Die sechs Normenkomplexe – Normenebenen

Die gewollte Verdichtung und Konkretisierung des Lamfalussy-Verfahrens führt auch zu einer – wenn auch vereinheitlichten – Komplexität:<sup>36</sup> Auf nationaler Ebene kannte man bisher schon Gesetze, Rechtsverordnungen und das soft law der BaFin. Auf europäischer Ebene hinzu kommen jetzt die Rahmen-Richtlinien, Durchführungsrichtlinien und die *Recommendations* und *Guidelines* der dritten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens. Weil die Rahmen- und Durchführungsrichtlinien auf der ersten und zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens bindendes Recht darstellen, sind auch Gesetzgeber und Gerichte der jeweiligen Mitgliedstaaten an die Vorgaben gebunden. Verordnungen wirken unmittelbar; Richtlinien sind in verbindliches nationales Recht umzusetzen.<sup>37</sup> Wer sich mit Kapitalmarktrecht auseinandersetzt, hat nun sechs verschiedene Rechtsebenen zu beachten. Zu Recht bemängelt *Kalss* die Komplexität des Regelungsgeflechts und den Stückwerkcharakter der einzelnen Dokumente.<sup>38</sup> Die Rechtsanwendung wird, wie gleich zu zeigen sein wird, dadurch nicht immer einfacher.

#### b) CESR als „Auslegungsausschuss“

Der CESR hat auf der dritten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens die Normen der ersten und zweiten Stufe zu konkretisieren.<sup>39</sup> Ziel ist es, die Umsetzung und Durchführung der auf den ersten beiden Stufen erlassenen Rechtsakte der einzelnen nationalen Aufsichtsbehörden zu harmonisieren.<sup>40</sup> Dies geschieht durch unverbindliche *Standards*, *Guidelines* und *Recommendations*<sup>41</sup> wobei sich *Guidelines* im Regelfall an die Aufsichtsbehörden und *Recommendations* direkt an die Marktteilnehmer richten.<sup>42</sup> Im Unterschied zum WpHG ist in keiner europäischen Rahmen-RiL eine Aufgabenzuweisung an den CESR enthalten. Dem CESR kommt damit nur eine Befugnis zur Interpretation des auf den ersten beiden Stufen vorgegebenen Rechts zu. Über die Vor-

<sup>36</sup> Zu den Vor- und Nachteilen aus ökonomischer Sicht s. *Möllers* AcP 208 (2008), 1 ff.

<sup>37</sup> Unverbindliches Verwaltungsinnenrecht reicht zur Umsetzung der europäischen Richtlinien gerade nicht, EuGH, Rs. C-361/88, (*Kommission der Europäischen Gemeinschaften v. Bundesrepublik Deutschland*), Slg. 1991, I-2567, Rn. 15 ff.

<sup>38</sup> *Kalss*, in: Riesenhuber (Hg.), *Europäische Methodenlehre*, 2006, § 20, Rn. 13.

<sup>39</sup> The Role of CESR at „Level 3“ under the Lamfalussy Process of 4/2004, CESR/04-104b.

<sup>40</sup> S. Stellungnahmen der FMA zur Bedeutung des CESR, abrufbar unter [fma.cms.apa.at/cms/site/DE/einzel.html?channel=CH0165;Lamfalussy-Bericht](http://fma.cms.apa.at/cms/site/DE/einzel.html?channel=CH0165;Lamfalussy-Bericht) (Fn. 19), 46.

<sup>41</sup> *Ferran*, Building an EU Securities Market, 2004, 104.

<sup>42</sup> Publication and Consolidation of MiFID Market Transparency Data of 2/2007, CESR/07-043, Ziff. 1.14.

gaben von Rahmen- und Durchführungsrichtlinien bzw. -verordnungen darf der CESR nicht hinausgehen.<sup>43</sup> Die Arbeiten des CESR auf der dritten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens werden deshalb konsequenterweise schon im Schlussbericht der Weisen als rechtlich unverbindlich eingestuft.<sup>44</sup> Dem entspricht auch die Selbsteinschätzung des CESR, wonach *Recommendations* keinen Akt der Gesetzgebung darstellen und kein nationaler Umsetzungsakt erforderlich ist.<sup>45</sup> Aus europäischer Perspektive folgen aus der dritten Stufe keine weiteren Rechtspflichten.<sup>46</sup>

Gegebenenfalls können die *Recommendations* des CESR als sog. sekundäre Rechtsquellen sich positiv gegenüber unverbindlichem *soft law* dadurch auszeichnen, dass sie Rechtswirkungen erzeugen. Im Einzelnen müssen sich die einschlägigen Instanzen, wie etwa die Rechtsprechung, mit den sekundären Rechtsquellen befassen. Es kann eine Richtigkeitsvermutung bestehen und zugunsten des Bürgers kann ein Vertrauenstatbestand geschaffen werden. Sekundäre Rechtsquellen zeichnen sich negativ dadurch aus, dass sie nicht gegenüber jedermann gelten müssen. Zudem binden sie Gerichte weniger stark als Gesetze oder Rechtsverordnungen, weil das Gericht nicht die Rechtswidrigkeit nachweisen muss, um von der sekundären Rechtsquelle abzuweichen. Mit einem Beweglichen System aus verschiedenen Kriterien lassen sich die Stärke von Vermutungswirkung und Vertrauenstatbestand abwägen und argumentativ absichern. Dazu gehören etwa die Dauerhaftigkeit, die Akzeptanz, die Autorität der zuständigen Stelle, Investitionen und potenzielle Schadensersatzansprüche.<sup>47</sup>

<sup>43</sup> *Kalss* (Fn. 38), § 20, Rn. 25.

<sup>44</sup> Lamfalussy-Bericht (Fn. 19), 47: „Das Ergebnis dieser Arbeiten wäre nicht verbindlich, wengleich es zweifellos einen maßgeblichen Einfluss hätte.“

<sup>45</sup> CESR Action Plan 2005 of 10/2004, CESR/04-527b, Ziff. 2.3. 9; CESR Publication and consolidation of MiFID Transparency Data of 2.2007, CESR/07-043, Ziff. 1.12, 3: „The outcome of CESR's work is reflected in common guidelines and recommendations which do not constitute European Union legislation and will not require national legislative action.“ S. auch CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004 of 1/2005, CESR/05-054b, Ziff. 1.9, 5. Kursivdruck vom Autor.

<sup>46</sup> Möllers ZEuP 2009, 458, 491.

<sup>47</sup> Vertiefend hierzu Möllers, in: FS Buchner 2008, 649 ff.; ders., in: Möllers (Hg.), *Geltung und Faktizität von Standards*, 2009, 143 ff.

## II. Folgerungen

### 1. Mehrere Auslegungsvorgänge zur Bestimmung des Vollharmonisierungskonzepts

Durch das Lamfalussy-Verfahren hat die Harmonisierungsdichte im Europäischen Kapitalmarktrecht nochmals deutlich zugenommen. Gleichwohl gibt es noch zahlreiche Zweifelsfälle zu klären. Ob der europäische Gesetzgeber die Vollharmonisierung bezwecke, ist durch Wortlaut, Systematik, Ziel und Zweck zu ermitteln.<sup>48</sup> Für das Lamfalussy-Verfahren gilt es, diese Auslegungstechnik weiter zu präzisieren, sind doch drei verschiedene Ebenen auseinanderzuhalten. Erstens ist zu fragen, ob das Lamfalussy-Verfahren als solches eine Voll- oder zumindest Maximalharmonisierung bezweckt. Zweitens wird man die einschlägigen Richtlinien und Durchführungs-RiL bzw. -VO danach zu prüfen haben, ob eine Vollharmonisierung gewollt ist. Und schließlich wird im dritten Schritt zu erörtern sein, ob auch das konkrete Rechtsproblem von dem Willen zur Vollharmonisierung umfasst ist. Der letzte Schritt ist schon deshalb erforderlich, weil etwa trotz Vollharmonisierung die Richtlinie auf nationales Recht zurückverweist.

Für den Fall, dass die europäische Richtlinie ausdrücklich auf das nationale Recht verweist, steht die Regelungskompetenz dem Mitgliedstaat zu.<sup>49</sup> Unstrittig wird man die Regelungs- und damit auch die Konkretisierungskompetenz dem Mitgliedstaat für Bereiche einräumen, die von der Richtlinie nicht erfasst wurden und damit außerhalb des Anwendungsbereichs der Richtlinie liegen. Im Einzelnen ist hierfür jeweils zu klären, ob die Richtlinie ein Rechtsgebiet abschließend regelt. Oft wird man den abschließenden Charakter nur für die explizit geregelten Bereiche bejahen können. Außerhalb des persönlichen oder sachlichen Anwendungsbereichs hat der nationale Gesetzgeber dann weiterhin die Regelungskompetenz.<sup>50</sup> Die MAD verbietet etwa die Marktpreismanipulation für geregelte Märkte.<sup>51</sup> Der Freiverkehr gehört nicht zu den geregelten Märkten. Deshalb durfte der deutsche Gesetzgeber das Verbot von Insidergeschäften<sup>52</sup> und der

<sup>48</sup> *Leible*, in: Streinz (Hg.), EUV/EGV, 2003, § 95 Rn.39; *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 2008, 66 ff.

<sup>49</sup> EuGH, Rs. C-188/03 (*Irmtraud Junk v. Wolfgang Kühnel*), Slg. 2005, I-00885, Rn. 29; *Riesenhuber*, in: Riesenhuber (Hg.), Europäische Methodenlehre, 2006, § 11 Rn. 9 ff.

<sup>50</sup> Fbenso *Gsell/Schellhase* JZ 2009, 20, 22 m.w.Nachw.

<sup>51</sup> Art. 1 Ziff. 4 MAD (Fn. 20).

<sup>52</sup> § 12 S. 1 Nr. 2 WpHG. S. *Schwark*, in: Kapitalmarktrechtskommentar (KMRK), 3. Aufl. 2003, § 12 Rn. 3.

Marktpreismanipulation<sup>53</sup> auch auf den Freiverkehr anwenden, ohne an die Vorgaben der MAD gebunden zu sein.<sup>54</sup>

## 2. Das Lamfalussy-Verfahren als gewollte Vollharmonisierung

Ob das Lamfalussy-Verfahren eine Vollharmonisierung bezweckt, ist durch Auslegung zu ermitteln. So fällt etwa auf, dass der Begriff der Vollharmonisierung, anders als bei der geplanten Richtlinie über Rechte der Verbraucher<sup>55</sup> ausdrücklich, an keiner Stelle erwähnt wird. Allerdings findet sich an zahlreichen Stellen eine inhaltliche Umschreibung der Vollharmonisierung, etwa in der MiFID mit den Worten: „Die Mitgliedstaaten erlegen diesen Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten in den von der vorliegenden Richtlinie erfassten Bereichen *keine zusätzlichen Anforderungen auf*.“<sup>56</sup> Im Gegensatz zu den früheren Richtlinien finden sich mit Ausnahme der Transparenz-RiL auch *keine Mindestklauseln* mehr in den Rahmenrichtlinien.<sup>57</sup> Zudem verweisen alle vier Rahmenrichtlinien in ihren Erwägungsgründen ausdrücklich auf das Lamfalussy-Verfahren.<sup>58</sup> Mit diesem Verfahren ist das Ziel verbunden, eine einheitliche Gesetzgebung und Rechtsanwendung sicherzustellen.<sup>59</sup> Für eine Vollharmonisierung der MAD oder der MiFID lässt sich zudem anführen, dass die MAD<sup>60</sup> nur in bestimmten Einzelfragen die Mitgliedstaaten zu strengem Recht ermächtigt. Ganz ohne Zweifel haben die 3 Stufen des Lamfalussy-Verfahrens zu einer deutlich höheren Regelungsdichte geführt. Deshalb ist grundsätzlich von

<sup>53</sup> § 20a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG. *Mock/Stoll/Eufinger*, in: KK-WpHG, 2007, § 20a Rn. 41 ff., 122.

<sup>54</sup> *Möllers* ZEuP 2008, 480, 498.

<sup>55</sup> S. Art. 4 des Vorschlags für eine Richtlinie über Rechte der Verbraucher v. 8.10.2008, KOM (2008) 614 endg.: „vollständige Harmonisierung“.

<sup>56</sup> Art. 31 Abs. 1 Ua. 2; s. auch Art. 32 Abs. 2 Ua. 2, 33 Abs. 2 MiFID (Fn. 12).

<sup>57</sup> Nur die Transparenz-RiL unterscheidet zwischen Voll- und Mindestharmonisierung. Der Herkunfts-, nicht aber der Aufnahmestaat darf strengeres Recht erlassen. Art. 3 Abs. 1 und Abs. 2 Transparenz-RiL (Fn. 23).

<sup>58</sup> Erwägungsgründe 4–7 – MAD (Fn. 20), 4–9 Prospekt-RiL (Fn. 21), 64–67 MiFID (Fn. 12); 30–33 Transparenz-RiL (Fn. 23).

<sup>59</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 19), 46: „In Stufe 3 geht es vor allem darum, die Kohärenz der alltäglichen Umsetzung und Durchführung der Rechtsvorschriften von Stufe 1 und Stufe 2 wesentlich zu verbessern“, CESR Action Plan 2005 of 10/2004, CESR/04-527b, Ziff. 1.2. 4.

<sup>60</sup> S. etwa Art. 6 Abs. 2 S. 2, 11 Abs. 2 S. 2, 19 MAD (Fn. 20).

einer Vollharmonisierung durch die MiFID<sup>61</sup>, die MAD<sup>62</sup>, die Prospekt-RiL<sup>63</sup> und die Transparenz-RiL<sup>64</sup> auszugehen.

## 3. Fehlende Konkretisierungskompetenz nationaler Parlamente, Gerichte und Behörden

Die Vollharmonisierung des Kapitalmarktrechts hätte dann dreierlei Konsequenzen für die Mitgliedstaaten, d.h. insbesondere für den nationalen Gesetzgeber, die Verwaltung und die nationalen Gerichte: Während die nationale Aufsichtsbehörde früher recht beherzt die unbestimmten Rechtsbegriffe konkretisierte<sup>65</sup>, müsste diese nun die drei Regelungsebenen des Lamfalussy-Verfahrens beachten. Mit der ausdrücklichen Auslegungskompetenz auf europäischer Ebene<sup>66</sup> wäre dann grundsätzlich auch jegliche Form von Konkretisierungskompetenz nationaler Gerichte und Parlamente innerhalb des persönlichen und sachlichen Anwendungsbereichs der Richtlinie unvereinbar. Auch strengeres nationales Recht wäre in den harmonisierten Bereichen nicht mehr zulässig. In der Konsequenz spräche dies für eine ausschließliche Zuständigkeit des EuGH, dem letztlich die Konkretisierungs- und Auslegungskompetenz zukommt.<sup>67</sup>

Wenig geklärt ist allerdings, ob und in welchem Umfang der abschließende Charakter der Vollharmonisierung auch für unbestimmte Rechtsbegriffe und die Regelungsintensität der Richtlinie gilt. Diese Problematik tritt etwa auf, wenn die Richtlinie zu einem bestimmten Rechtsproblem schweigt. Wenig geklärt ist die Frage, ob aus Gründen der Subsidiarität der Mitgliedstaat immer eine Konkretisierungskompetenz hat, soweit das Rechtsproblem nicht abschließend von

<sup>61</sup> Für die MiFID s. *Möllers* (Fn. 12), 473, 485; *ders.* ZEuP 2008, 480, 500; *Buchmann* (Fn. 48), 95; *Weichert/Wenninger* WM 2007, 627, 628; *Kasten* WM BKR 2007, 261, 267; *Jordans* WM 2007, 1827; *Fuchs*, in: Fuchs (Hg.), WpHG, 2009, § 31 Rn. 254; *Veil* ZBB 2008, 34, 41f.; von Maximalharmonisierung spricht *Mülbert* WM 2007, 1149, 157; *ders.* ZHR 172 (2008), 170, 176.

<sup>62</sup> *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts, 2005, 85; *Möllers* (Fn. 12), 473, 485; *ders.* ZEuP 2008, 480, 500; *Buchmann* (Fn. 48), 100; ebenso *Mülbert* ZHR 172 (2008), 170, 181.

<sup>63</sup> Für die Prospekt-RiL s. *Ferran* (Fn. 41), 138; *Buchmann* (Fn. 48), 100; *Mülbert* ZHR 172 (2008), 170, 181.

<sup>64</sup> *Fleischer/Schmolke* NZG 2009, 401, 408 von Maximalharmonisierung spricht *Mülbert* WM 2007, 1149, 1157; *ders.* ZHR 172 (2008), 170, 182.

<sup>65</sup> Etwa im Emittentenleitfaden v. 15.7.2005, [www.bafin.de](http://www.bafin.de).

<sup>66</sup> Bekanntermaßen hatte der EuGH in mehreren Entscheidungen den abschließenden Charakter der Produkthaftungs-RiL 85/374/EWG betont, s. EuGH, Rs. C-183/00 (*María Victoria González Sánchez v. Medicina Asturiana SA*), Slg. 2002, I-3901; EuGH, Rs. C-52/00 (*Kommission v. Französische Republik*), Slg. 2002, I-3827.

<sup>67</sup> Zur Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte (Insider-RiL), ABl. 1989 L 334/30 s. etwa *EuGH*, Rs. C-384/02 (*Knud Grøngaard und Allan Bang*), Slg. 2005, I-9939.

der Richtlinie und ihren Durchführungsvorschriften geregelt ist. Umgekehrt ließe sich aus dem Schweigen des europäischen Gesetzgebers auch eine Konkretisierungskompetenz des europäischen Gesetzgebers ableiten. Dafür spräche das durch die Vollharmonisierung bezweckte *level playing field*. Würde man den europäischen Gesetzgeber zur Regelung jeder Einzelfrage zwingen, wäre dies nicht nur unmöglich, sondern würde schnell zur Geschwätzigkeit des Gesetzgebers führen, vergleichbar mit den mehr als 15.000 Artikeln des Allgemeinen Preußischen Landrechts von 1793.<sup>68</sup> Ein Mittelweg könnte darin liegen, eine Konkretisierungskompetenz des europäischen Gesetzgebers bzw. Richters dann zu bejahen, wenn alle Auslegungsschritte zur Bestimmung des Vollharmonisierungsauftrages für eine abschließende harmonisierte Konkretisierung auf europäischer Ebene sprechen.

#### 4. Konkretisierungskompetenz durch CESR

Darüber hinaus sollte man auch über Kooperationspflichten zwischen der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörde und dem CESR nachdenken. Schon jetzt sieht das CESR Mechanismen vor, um eine unterschiedliche Anwendung des EU-Rechts zu verhindern. So wurde ein *Review Panel* eingerichtet, der die einheitliche Umsetzung des Rechts sicherstellen soll.<sup>69</sup> Zudem besteht ein *Mediation Mechanism*, um die Überwachung des Kapitalmarktrechts sicherzustellen.<sup>70</sup> Dieser gilt vorrangig, wenn die Mitgliedstaaten sich untereinander weigern, sich entsprechende Informationen zukommen zu lassen.<sup>71</sup> Diese Mediationsverfahren sind noch wenig erprobt. Darüber hinaus hat auch die Kommission nach Stufe 4 die Einhaltung der Vorschriften zu überwachen; auch hier fehlen Erfahrungen. *De lege ferenda* wäre ein klares Verfahren hilfreich, welches dem CESR für ungeklärte Fragen der Normen der ersten und zweiten Stufe ein Befassungsrecht oder noch besser eine Befassungspflicht zuspricht: Bevor ein Mitgliedstaat berechtigt ist, eigene Konkretisierungen im Anwendungsbereich einer Richtlinie der ersten oder zweiten Stufe durchzuführen, hat er die Rechtsfragen zu unbestimmten Rechtsbegriffen und Lücken dem CESR vorzutragen, der zu einer Klärung beitragen kann. Nur auf diese Weise ist die einheitliche Anwendung des Kapitalmarktrechts in allen 27 Mitgliedstaaten gewährleistet.

<sup>68</sup> Wieacker, *Privatrechtsgeschichte der Neuzeit*, 2. Aufl. 1967, 331 f.

<sup>69</sup> Charter of the CESR of 10/2006, CESR/06-289c Ziff. 4.3; CESR Action Plan 2005 of 10/2004, CESR/04-527b, Ziff. 2.2.8; Methodology for Self Assessment and Peer Review Tool of 1/2007, CESR/07-071; s. etwa der Review der MAD und Prospekt-RiL CESR of 6/2007, CESR/07-334.

<sup>70</sup> Charter of the CESR of 10/2006, CESR/06-289c, Ziff. 4.4.

<sup>71</sup> Vgl. etwa Art. 16 Abs. 2, 4 MAD (Fn. 20); Protocol on Mediation Mechanism of the CESR of 8/2006, CESR/06-286b; CESR Action Plan 2005 of 10/2004, CESR/04-527b, Ziff. 2.4. 11.

### III. Zur Vollharmonisierung in concreto – Einzelne Problemfelder

#### 1. Konkretisierungskompetenz der nationalen Verwaltung und nationaler Gerichte bei unbestimmten Rechtsbegriffen?

##### a) Zum Meinungsstreit

Im Folgenden soll zwischen unbestimmten Rechtsbegriffen und der unbestimmten Regelungstiefe innerhalb des Anwendungsbereichs einer Richtlinie unterschieden werden. Bei unbestimmten Rechtsbegriffen oder Generalklauseln ist vordergründig der Anwendungsbereich der Richtlinie eröffnet. Allerdings kann der Sachverhalt typischerweise nicht unter den unbestimmten Rechtsbegriff subsumiert werden, weil es noch einer weiteren Konkretisierung bedarf.<sup>72</sup>

Zum Teil wird implizit davon ausgegangen, der nationale Gesetzgeber und Rechtsanwender sei zur Konkretisierung der Rechtsbegriffe befugt.<sup>73</sup> Die Gegenansicht betont die Pflicht zur autonomen Auslegung.<sup>74</sup> Maßgeblich ist wohl die gewollte Harmonisierung im Einzelfall.<sup>75</sup> Auch die Freiburger Kommunalbauten-Entscheidung steht dazu nicht im Widerspruch, sondern bestätigt dieses Ergebnis: Weil das Werksvertragsrecht auf europäischer Ebene noch nicht harmonisiert ist, ist es geradezu zwingend, dass der EuGH dem nationalen Richter die Auslegungskompetenz überlässt. Nur dieser kann das grobe Missverhältnis der Allgemeinen Geschäftsbedingungen zu gesetzlichen Besonderheiten seiner Rechtsordnung feststellen. Soweit der EuGH hierzu jedoch selbst in der Lage ist, nimmt er seine Konkretisierungs- und Auslegungskompetenz auch wahr.<sup>76</sup> Im Gegensatz zur fehlenden Harmonisierung des Werkvertrags-

<sup>72</sup> Vogel, *Juristische Methodik*, 1998, 144; Larenz, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, 6. Aufl. 1991, 28 ff.

<sup>73</sup> Roth, in: FS Drobnig, 1998, 135, 142; Franzen, *Privatrechtsangleichung durch die Europäische Gemeinschaft*, 1999, 542 f.; Gebauer, *Grundfragen der Europäisierung des Privatrechts*, 1998, 228 f.; Canaris *EuZW* 1994, 417.

<sup>74</sup> Für die Kompetenz des EuGH Steindorff, in: FS Everling, 1995, 1455 f. Fn. 15; Basedow, in: FS Brander, 1996, 675, 680; Grundmann, *Europäisches Schuldvertragsrecht*, 1998, 2.10, Rn. 7, 19; Remien *ZEuP* 1994, 34, 58 f.; ders. *RabelsZ* 66 (2002), 503, 517 ff., 528.

<sup>75</sup> Möllers *ZEuP* 2008, 480, 497; Röthel, in: Riesenhuber, *Europäische Methodenlehre*, 2006, § 12, Rn. 12. Für die neue Verbrauchercredit-RiL 2008/48/EG s. Gsell/Schellhase *JZ* 2009, 20, 24 f.

<sup>76</sup> So deutlich EuGH. verb. Rs. C 240/98 bis C-244/98 (*Océano Grupo Editorial SA v. Rocío Murciano Quintero u.a.*) *Slg.* 2000, I-4941, Rn. 26; EuGH, Rs. C-237/02 (*Freiburger Kommunalbauten GmbH Baugesellschaft & Co. KG v. Ludger und Ulrike Hofstetter*), *Slg.* I-2404, Rn. 22 f. zu Océano: „Diese Beurteilung erfolgte jedoch in Bezug auf eine Klausel, die ausschließlich und ohne Gegenleistung zu Gunsten des Verbrauchers für den Gewerbetreibenden vorteilhaft war, da sie unabhängig vom Vertragstyp die Wirksamkeit des gerichtlichen Schutzes der Rechte in Frage stellte, die die Richtlinie dem Verbraucher zuerkennt. Da-

rechts wurde mit dem Lamfalussy-Verfahren aber eine umfangreiche Harmonisierung eingeführt.

*b) Beispiele: unverzüglich, international gebräuchliche Finanzsprache, hinreichende Wahrscheinlichkeit*

Trotz der Verlautbarungen des CESR auf der 2. und 3. Stufe verbleiben weiter zahlreiche Regelungslücken und unbestimmte Rechtsbegriffe. Bei der praktischen Arbeit ergeben sich weiterhin Unklarheiten, wie bestimmte Begriffe ausgelegt und damit angewendet werden. Für die Ad-hoc-Mitteilung findet sich nur die Pflicht, Insiderinformationen „so bald als möglich“ zu veröffentlichen, Art. 6 Abs. 1 MAD. Weitere Konkretisierungen finden sich weder in einer Durchführungs-RiL noch in den *Guidelines* des CESR. Damit bleibt offen, ob etwa die Verpflichtung besteht, auch am Wochenende Ad-hoc-Mitteilungen zu veröffentlichen.<sup>77</sup> Oder: Der CESR hat zwar eine Konkretisierung der Insiderinformation anhand eines Kataloges auf der 3. Stufe vorgenommen. Unklar bleibt aber, ob der Wechsel von weniger wichtigen Aufsichtsratsmitgliedern eine Insiderinformation darstellt.<sup>78</sup> Diskutiert wird, ob eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ im Sinne von Art. 19 Prospekt-RiL auch die deutsche Sprache sein kann.<sup>79</sup>

Nicht geklärt ist weiterhin, wann eine Information „hinreichend wahrscheinlich“ ist, um zu einer Insiderinformation zu werden. In den Schrempf-Entscheidungen ist Dreh- und Angelpunkt, ab welchem Zeitpunkt eine Insiderinformation gem. § 13 WpHG vorlag. Von besonderem Interesse ist hier, dass die Rechtsprechung zu widerstreitenden Ergebnissen kommt. Das OLG Frankfurt argumentiert, die bereits am 17.5.2005 gegenüber dem Aufsichtsratsvorsitzenden Kopper abgegebene Erklärung Schrempfs, dass er sein Amt vorzeitig zum 31.12.2005 zur Verfügung stellen wolle, sei bereits an sich geeignet gewesen im Falle ihres Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Folglich habe bereits zum Zeitpunkt dieser Erklärung eine Insiderinformation i.S.d. § 13 Abs. 1 WpHG vorgelegen.<sup>80</sup> Die möglichen Reaktionen des Aufsichtsrats auf diese beabsichtigte Amtsniederlegung (etwa Zustimmung, Nachfolgeregelung, Abfindung und Schadensersatzforderungen) könnten jeweils für sich wiederum neue publizitätspflichtige Informationen sein. Die Entscheidung des OLG Frankfurt liegt

her konnte die Missbräuchlichkeit dieser Klausel festgestellt werden, ohne dass alle Umstände des Vertragsschlusses geprüft und die mit dieser Klausel verbundenen Vor- und Nachteile im Rahmen des auf den Vertrag anwendbaren nationalen Rechts gewürdigt werden mussten.“

<sup>77</sup> Möllers ZEuP 2008, 473 ff.

<sup>78</sup> Möllers NZG 2005, 459 ff.

<sup>79</sup> Mattil/Möslein WM 2007, 819, 821.

<sup>80</sup> OLG Frankfurt a.M. WM 2009, 647.

auf einer Linie mit Stimmen in der Literatur, nach denen bei mehrstufigen oder gestreckten Entscheidungsprozessen auf jeder einzelnen Stufe eine neue konkrete Information und damit (bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen) eine neue Insiderinformation vorliegen kann.<sup>81</sup>

Anders entschied das über denselben Sachverhalt befindende OLG Stuttgart: Im bundesweit ersten Musterverfahren nach dem KapMuG, hatte es in seinem ersten Beschluss vom 15.2.2007 entschieden, eine Insiderinformation habe erst mit dem Beschluss des Aufsichtsrats am 28.7.2005 vorgelegen. I:s begründete dies damit, dass zu keinem vorherigen Zeitpunkt mit hinreichender Wahrscheinlichkeit festgestanden habe, dass der Wechsel in der Führungsspitze bereits in der ersten Aufsichtsratssitzung nach dem Vorschlag, zusammen mit der Bestellung von Zetsche, beschlossen werden würde.<sup>82</sup> Der angerufene BGH bestätigte weitgehend die Rechtsauffassung des OLG Stuttgart.<sup>83</sup> Das OLG Stuttgart und der BGH stützen sich auf die in der Literatur vertretene Auffassung, es komme für das Vorliegen einer Insiderinformation bei einem solchen gestreckten, auf ein künftiges Ereignis zielenden Geschehensablauf nicht auf das Kursbewegungspotential der Information über den Teilschritt selbst an, sondern darauf, ob eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für das künftig angestrebte Ereignis vorliegt.<sup>84</sup>

Entgegen dem OLG Stuttgart und dem BGH ist dem vorliegenden Beschluss des OLG Frankfurt bezüglich der Bestimmung des Zeitpunktes für das Vorliegen einer Insiderinformation zuzustimmen. Die vom OLG Stuttgart gestellten sehr hohen Anforderungen an die hinreichende Wahrscheinlichkeit nähern die Definition einer Insiderinformation wieder an die der Insiderinformation nach altem Recht und nach der damals wohl herrschenden Endgültigkeitstheorie an. Die Endgültigkeitstheorie ist aber mit dem auf europäischen Vorgaben beruhenden AnSVG überholt.<sup>85</sup> Nach Auffassung des OLG Stuttgart hätten die informierten Personen vor dem Beschluss des Präsidialausschusses nicht gegen § 14 WpHG verstoßen, wenn sie Aktien der

<sup>81</sup> Möllers WM 2005, 1393, 1394 f.; Pawlik, in: KK-WpHG, 2007, § 13 Rn. 16, 94; Simons Der Konzern 2005, 13, 15 f.; Ziemons NZG 2004, 537, 541.

<sup>82</sup> OLG Stuttgart WM 2007, 595. S. dazu auch die Anmerkungen von Fleischer NZG 2007, 401; Möllers/Weichert EWIR 2007, 285; Widder BB 2007, 572.

<sup>83</sup> BGH WM 2008, 641.

<sup>84</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider (Hg.), Wertpapierhandelsgesetz, 5. Aufl. 2009, § 13 Rn. 27 ff.; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hg.), Handbuch börsennotierte AG, 2009, 13 Rn. 14; Gunßer, Ad-hoc Publizität bei Unternehmenskäufen und -übernahmen, 2008, 53 ff.; Kämpel/Veil, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 2006, 3. Teil Rn. 25.

<sup>85</sup> Möllers WM 2005, 1393, 1394. § 13 WpHG, der Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG und Artikel 1 Abs. 1, 2 der Richtlinie 2003/124/EG in deutsches Recht umsetzt, definiert den Begriff der Insiderinformation, in Übereinstimmung mit den europäischen Vorgaben, einheitlich, sowohl für das Verbot des Insiderhandels gem. § 14 WpHG, als auch die Pflicht zur Ad hoc Publizität nach § 15 WpHG, BT-Drucks. 15/3174, 35 l. Sp.

Daimler Chrysler AG (oder sogar mit deutlichem Hebel ausgestattete Derivate, die auf Aktien der Daimler-Chrysler AG basieren) erworben, den Stand der Beratungen einem anderen gegenüber offenbart oder einschlägige Anlagetipps gegeben hätten. Das überzeugt nicht. Ein Investor, der schon ab dem 17.5.2005 wusste, dass Schrempp ausscheiden wolle, verfügte bis zur Bekanntgabe des Aufsichtsratsbeschlusses am 28.7.2005 über eine signifikant bessere Entscheidungsgrundlage, als ein Investor ohne diese Information. Tatsächlich sind sowohl die Kapitalvertreter<sup>86</sup> als auch die Gewerkschaftsseite<sup>87</sup> rechtzeitig von dem Aufsichtsratsvorsitzenden Kopper über den beabsichtigten Rücktritt von Schrempp informiert worden. In der Literatur sind deshalb Zweifel laut geworden, dass zwar möglicherweise die Wahl zwischen dem neuen Vorsitzenden Cordes oder Zetsche noch offen war, der Rücktritt von Schrempp aber ohne weiteres hinreichend wahrscheinlich war, weil auf jeden Fall ein Nachfolger gewählt worden wäre.<sup>88</sup> Die Information, dass Schrempp gegenüber dem Vorstandsvorsitzenden ernsthaft den Wunsch geäußert habe, sein Amt zum 31.12.2005 „zur Verfügung zu stellen“ war für einen verständigen Investor zudem kursrelevant. Denn auch für das Unternehmen ist es meist sinnvoll, einem Vorstandsvorsitzenden die Möglichkeit zu geben, seinen Posten aufzugeben, wenn er diesen nicht mehr ausüben möchte. Es war daher nach der Äußerung Schrempps deutlich wahrscheinlicher, dass er vorzeitig aufhören würde. Unabhängig davon, wer sein Nachfolger werden würde, war aufgrund der an Schrempps Führung geübten Kritik auch vorherzusehen, dass die Börse eine entsprechende Nachricht positiv aufnehmen würde.<sup>89</sup> Folglich hatte bereits die Information, dass Schrempp sich gegenüber Kopper entsprechend geäußert habe, Kursbewegungspotential.

### c) Schlussfolgerungen: Konkretisierungsrecht des EuGH und Vorlageverpflichtung

Der BGH zitiert erfreulicherweise zwar die europäische Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG<sup>90</sup>, belässt es aber mit diesem knappen Hinweis auf das europäische Recht. Dabei drängt sie eine Reihe von Fragen auf, auf die Fleischer zu Recht hinweist<sup>91</sup> und die hier vertieft werden sollen. Nur die deutsche Fassung von Art. 1 Abs. 1 der Durchführungs-RiL spricht von „hinreichender

Wahrscheinlichkeit“. Ebenso wie die englische, französische und italienische Sprachfassung stellen auch diese auf den konkreten Einzelfall ab und verzichten auf den Begriff der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“.<sup>92</sup> In diesem Rahmen hätten auch die Verlautbarungen des CESR herangezogen werden sollen.<sup>93</sup> Zwar sind auch diese unverbindlich<sup>94</sup>; weil das Lamfalussy-Verfahren aber auf eine stärkere Harmonisierung zielt<sup>95</sup>, sind sowohl die Aufsichtsbehörden als auch die nationalen Gerichte aufgefordert, die Rechtstexte bei der Anwendung des auf europäischen Rechts beruhenden nationalen Rechts zu berücksichtigen. Folglich ist der Begriff der hinreichenden Wahrscheinlichkeit auch vor dem Hintergrund von Rechtstexten anderer Mitgliedstaaten auszulegen.<sup>96</sup>

Schließlich stellt sich die Gretchenfrage, ob der BGH zur Vorlage an den EuGH verpflichtet gewesen wäre, weil er ansonsten gegen die Vorlageverpflichtung aus Art. 234 Abs. 3 EG verstoßen hätte.<sup>97</sup> Geht man davon aus, dass Schrempp und Kopper sich bereits im Mai 2005 einig waren, dass Schrempp zurücktritt und Kopper dies allen wichtigen Entscheidungsträgern des Aufsichtsrates kommuniziert hatte, dann waren dies in der Terminologie der anderen sprachlichen Fassungen der Durchführungsrichtlinie und des CESR genau diejenigen Umstände, die für eine Insiderinformation sprachen – und dies in deutlicher Abgrenzung zu Spekulationen oder Gerüchten.<sup>98</sup> Sollte die Beweisaufnahme zu einem entsprechenden Ergebnis kommen, hätte der EuGH über die Auslegung des Begriffs „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ zu entscheiden. Sollte sich der BGH mit den hier behandelten Rechtsfragen nach der Rückverweisung an das OLG Stuttgart ein zweites Mal zu befassen haben, so gilt daher, dass er zur Klärung von entscheidungserheblichen Auslegungsfragen des § 13 WpHG zur Vorlage an

<sup>92</sup> Die englische Fassung spricht nur von „a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence“, die französische Fassung von „un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera“, die italienische Fassung von „un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere“.

<sup>93</sup> Second Set of CESR Guidance and information on the common operation of the Directive to the market, of 7.2007, CESR/06-562b, Ziff. 1.5: „CESR considers that in determining whether a set of circumstances exists or an event has occurred, a key issue is whether there is firm and objective evidence for this as opposed to rumours or speculation.“ Vergleichbar mit dem Emittentenleitfaden wird zudem der Wechsel im Vorstand als Insiderinformation genannt, CESR/06-562b, Ziff. 1.15: „Changes in management and supervisory board“.

<sup>94</sup> S. etwa Lamfalussy Bericht (Fn. 19), 1, 47; Möllers ZEuP 2008, 473, 491 ff.

<sup>95</sup> Hierzu Möllers ZEuP 2008, 473, 499 ff.

<sup>96</sup> EuGH, Rs. C-287/98, (*Großherzogtum Luxemburg v. Berthe Linster, Aloyse Linster und Yvonne Linster*) Slg. 2000, I-6917 Rn. 43; EuGH, Rs. C-188/03 (*Irmtraud Junk v. Wolfgang Kühnel*), Slg. 2005, I-885, Rn. 33. Im Ergebnis ebenso Fleischer NZG 2007, 401, 405.

<sup>97</sup> EuGH, Rs. C-283/81, (*SRL C.I.L.F.I.T. u. a. v. Ministero Della Sanita*), Slg. 1982, 3415 Rn. 20.

<sup>98</sup> S. die obige Definition der CESR (Fn. 94).

<sup>86</sup> Herz Handelsblatt v. 14.3.2008, abrufbar unter [www.handelsblatt.com](http://www.handelsblatt.com).

<sup>87</sup> So informierte Kopper den Vorsitzenden des Betriebsrates Klemm, s. Fleischer NZG 2007, 401, 406.

<sup>88</sup> S. ausführlich Möllers/Weichert EWiR 2007, 285, 286; exakt mit derselben Argumentation Fleischer NZG 2007, 401, 406.

<sup>89</sup> Möllers/Weichert FWiR 2007, 285.

<sup>90</sup> Durchführungs-RiL 2003/124/EG v. 22.12.2003 zur MAD, ABl. 2003 I 339, 70.

<sup>91</sup> Fleischer NZG 2007, 401, 405 f.

die europäischen Gerichte gem. Art. 234 Abs. 3 EG verpflichtet ist.<sup>99</sup> Dies gilt unabhängig davon, ob sich eine der Parteien auf das Europarecht beruft.<sup>100</sup>

## 2. Konkretisierungskompetenz des nationalen Gesetzgebers bei ungeklärter Regelungsintensität

### a) Meinungsstreit

Ob dem nationalen oder dem europäischen Gesetzgeber und Rechtsanwender die Konkretisierungskompetenz zusteht, nachdem der europäische Gesetzgeber eine Richtlinie im Rahmen der Lamfalussy-Verfahrens erlassen hat, ist wenig geklärt. Regelungsgehalt bzw. Regelungsintensität meint die Reichweite der für die Sachverhalte angeordnete Rechtsfolge.<sup>101</sup>

Zum Teil wird behauptet, der nationale Gesetzgeber sei zur Konkretisierung von nicht ausdrücklich geregelten Einzelfragen befugt.<sup>102</sup> Nach der Gegenmeinung soll bei Maximal- bzw. Vollharmonisierung der Rückgriff auf das Zivilrecht ausgeschlossen sein.<sup>103</sup> Dem steht entgegen, dass etwa die MiFID das Zivilrecht grundsätzlich von seinem Anwendungsbereich ausnimmt.<sup>104</sup> Nach einer vermittelnden Meinung wird man deshalb davon auszugehen haben, dass die im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens erlassenen Richtlinien grundsätzlich aufsichtsrechtlicher Natur sind und insoweit nationale zivilrechtliche Tatbestände weiterhin anwendbar sind.<sup>105</sup>

<sup>99</sup> EuGH, Rs. C-283/81, (*SRL C.I.L.F.I.T. u.a. v. Ministero Della Sanita*), Slg. 1982, 3415 Rn. 20.

<sup>100</sup> EuGH, Rs. C-2/06 (*Willy Kempter KG v. Hauptzollamt Hamburg-Jonas*), Slg. 2008, I-411 Rn. 41 ff.; s. bereits Möllers NZG 2008, 330.

<sup>101</sup> Riehm JZ 2006, 1035, 1037; Franzen (Fn. 73), 471 ff.; Drexler, in: FS Heldrich, 2005, 67, 76; Gsell/Schellhase JZ 2009, 20, 22.

<sup>102</sup> S. etwa RegE BT-Drs. 16/12814, 43 zum Beratungsprotokoll sowie oben Voß BKR 2007, 45, 48 im Rahmen von unbestimmten Rechtsbegriffen.

<sup>103</sup> Mülbner ZHR 172 (2008), 170, 183.

<sup>104</sup> S. auch Erwägungsgrund 37 der MiFID (Fn. 12): „Von dieser Richtlinie unberührt bleiben sollte das Recht von vertraglich gebundenen Vermittlern unter andere Richtlinien fallende Tätigkeiten und verbundene Tätigkeiten in Bezug auf Finanzdienstleistungen oder -produkte, die nicht unter diese Richtlinie fallen, auszuüben, selbst wenn dies im Namen von Teilen derselben Finanzgruppe geschieht.“

<sup>105</sup> Möllers WM 2008, 89, 96; Veil ZBB 2008, 34, 41; Koller, in: FS Huber, 2006, 821, 839 f. A.A. Mülbner WM 2007, 1149, 1157, ders. ZHR 172 (2008), 170, 183.

### b) Beispiele: Geschlossene Fonds als Wertpapiere, zivilrechtliche Pflichten

Besonders umstritten ist, ob geschlossene Fonds unter den Wertpapierbegriff der MiFID fallen, wenn diese handelbar sind<sup>106</sup>. Während das BMF dies ablehnt<sup>107</sup>, wird dies von der überwiegenden Literatur<sup>108</sup> und den Verbänden<sup>109</sup> bejaht, weil schon der Wortlaut für eine Einbeziehung spricht. Die BaFin ist der Meinung, der Wortlaut sei unklar und deshalb sei sie zur Konkretisierung des Begriffs befugt.<sup>110</sup> Im Gegensatz dazu geht die CESR davon aus, dass geschlossene Fonds unter den Wertpapierbegriff fallen können.<sup>111</sup> Denkbar ist folglich, dass der EuGH die handelbaren Anteile<sup>112</sup> geschlossener Fonds als Wertpapiere im Sinne von Art. 4 Nr. 18 MiFID ansieht.

Ebenso strukturiert Art. 19 MiFID zwar einzelne Bereiche von Aufklärung, Beratung und Vermögensverwaltung. Allerdings werden Mischformen zwischen einzelnen Typen nicht von der Richtlinie umfasst. So ist anerkannt, dass zwischen der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung ein eigener Vertragstypus einzuordnen ist, der als Vermögensbetreuung oder Vermögensberatung bezeichnet wird. Er zeichnet sich dadurch aus, dass wie bei der Anlageberatung die Dispositionsbefugnis beim Anleger verbleibt; im Unterschied zur eigentlichen Anlageberatung umfasst aber die Vermögensbetreuung eine als Dauerschuldverhältnis ausgestaltete laufende Überwachung des Kundenvermögens sowie eine aktive, individuelle und umfassende Beratung bei Transaktionen.<sup>113</sup> Auch hat die Rechtsprechung wiederholt die Pflicht zur nachträg-

<sup>106</sup> Art. 4 Nr. 18 MiFID (Fn. 12) lautet: „Übertragbare Wertpapiere: die Gattungen von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können (...), wie a) Aktien und andere, Aktien oder Anteile an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersönlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere (...)“

<sup>107</sup> Staatssekretärin des BMF Hendricks auf eine Anfrage des Finanzausschusses v. 21. 6. 2006; Begr. RegE BT-Drs. 16/4028, 54; ebenso Voß BKR 2007, 45, 48.

<sup>108</sup> Möllers/Weichert/Weninger, öffentliche Stellungnahme als Sachverständiger vor dem Bundestag zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Finanzmarkt-Richtlinien-Umsetzungsgesetz (FRUG, BT-Drs. 16/4028 und 16/4037), Finanzausschuss, Protokoll Nr. 16/51, 165, 170 ff.; Schäfer, in: Schäfer/Hamann (Hg.), Kapitalmarktgesetz, 2. Aufl. 2006, § 2 WpHG, Rn. 9; Volhard/Wilkens DB 2006, 2051, 2054. In diese Richtung auch Spindler/Kasten WM 2006, 1749, 1751 f.; Zimmer/Cloppenburg ZHR 171 (2007), 519, 546 f.

<sup>109</sup> DAV v. 10/2006, Stellungnahme zum Regierungsentwurf des FRUG, Ziff. 1, NZG 2006, 935.

<sup>110</sup> Der frühere Mitarbeiter der BaFin betont allerdings, in seinem Aufsatz nur seine private Meinung wiederzugeben, s. Voß BKR 2007, 45, 48.

<sup>111</sup> Interessanterweise haben CFSR und FSC schon die Wertpapiereigenschaft von geschlossenen Fonds für die UCITS-RiL bejaht, s. ESC Working Document ESC/13/2006, Erwägungsgrund 6, Art. 1 Nr. 2 a) b) und CESR UCITS Advice of 1/2006, CESR/06-005, Ziff. 38: „such investments are potentially eligible where the closed end fund is constituted as a transferable security.“

<sup>112</sup> Ein Handel von mehr als 600 geschlossenen Fonds findet z.B. bei der Hamburger Fondsbörse statt.

<sup>113</sup> Ausführlich Möllers WM 2008, 93 ff.; Balzer, in: Welter/Lang (Hg.), Handbuch der

lichen Berichtigung von Informationen und Auskünften statuiert, wenn besonderes Vertrauen in Anspruch genommen wurde.<sup>114</sup> In allen diesen Fällen werden die Rechtspflichten nicht von Art. 19 Abs. 4, 5 MiFID umfasst, sondern bestehen neben dem europäischen Recht.<sup>115</sup>

c) *Vollharmonisierung und fehlende Kompetenz zur Begründung eines umfangreichen Beratungsprotokolls*

Jüngst hat der deutsche Gesetzgeber eine umfangreiche Pflicht zur Erstellung eines Beratungsprotokolls neu zulasten von Banken begründet. Im Einzelnen muss das neue Beratungsprotokoll den Anlass der Anlageberatung, die Dauer des Beratungsgesprächs, die der Beratung zugrunde liegenden Informationen über die persönliche Situation des Kunden, die vom Kunden im Zusammenhang mit der Anlageberatung geäußerten wesentlichen Anliegen und der Gewichtung sowie die im Verlauf des Beratungsgesprächs erteilten Empfehlungen und die für diese Empfehlung maßgeblichen Gründe dokumentieren.<sup>116</sup> In der Gesetzesbegründung behauptete die Bundesregierung das Recht zur Konkretisierung der Aufzeichnungspflichten, ohne diese These weiter zu begründen.<sup>117</sup> Eine Dokumentationspflicht über den Hergang der Anlageberatung könnte aber den europäischen Vorgaben der Richtlinie für Märkte über Finanzinstrumente (RiL 2004/39/EG, MiFID) widersprechen. Wie gesehen, geht die herrschende Meinung davon aus, dass die MiFID eine Vollharmonisierung vorsieht<sup>118</sup> und damit kein strengeres nationales Recht zulässt.

Mit der Bejahung des Vollharmonisierungskonzeptes für die MiFID ist aber noch nicht abschließend geklärt, ob auch für die Rechtsfrage in concreto eine Vollharmonisierung unzulässig ist. Ausnahmsweise kann auch im Rahmen der Vollharmonisierung in bestimmten Fällen strengeres nationales Recht zulässig sein.<sup>119</sup> In der mündlichen Anhörung vor dem Bundestag berief sich die Bundesregierung auf Art. 13 Abs. 6 MiFID, wonach die Wertpapierfirma Aufzeichnungen führen muss, die ausreichen, um eine Aufsicht durch die Aufsichtsbehörde zu ermöglichen. Zudem spräche Art. 51 Abs. 3 der Durchführungs-RiL 2006/73/EG davon, dass die nationale Behörde ein Verzeichnis

Informationspflichten im Bankverkehr, 2005, Rn. 9.2.; *Roll*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, 1983, 33. Von Vermögensbetreuung sprechen *Horn*, in: Bankrecht und Bankpraxis (BuB), Stand: 9.01, Rn. 7/1274; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, 29.

<sup>114</sup> *Kübler* ZHR 145 (1981), 204, 216.

<sup>115</sup> *Möllers* WM 2008, 93 ff.; *Fuchs* (Fn. 61), WpI IG, 2009, § 31 Rn. 245 f. AA. wohl *Mülbert* ZHR 172 (2008), 170, 185 ff.

<sup>116</sup> S. oben Fn. 4.

<sup>117</sup> *RegE* BT-Dr. 16/12814, 23, 43. S. auch oben Fn. 5.

<sup>118</sup> S. oben Fn. 61.

<sup>119</sup> S. oben II.1.

von „Mindestaufzeichnungen“ erstelle. Ergänzend ließe sich noch vortragen, dass es die Erwägungsgründe dieser Richtlinie erlauben, „unter außergewöhnlichen Umständen“ zusätzliche Anforderungen für die Mitgliedstaaten festzulegen.<sup>120</sup>

Die Frage zulässigen strengeren Rechts und damit die Frage des Umfangs der Vollharmonisierung ist durch Auslegung zu ermitteln<sup>121</sup>: Wäre Art. 13 Abs. 6 MiFID noch unter der Maßgabe der Mindestharmonisierung der Wertpapierdienstleistungs-RiL erlassen worden, könnte man unzweifelhaft auch das Beratungsprotokoll unter diejenigen Aufzeichnungen zählen, die erforderlich sind, damit eine ausreichende Überwachung möglich ist.<sup>122</sup> Jetzt ist aber Art. 13 Abs. 3 im Rahmen der MiFID nur eine Rahmennorm, die wiederum durch die Durchführungsbestimmungen konkretisiert werden. Zwar kann grundsätzlich die Dokumentation einer Beratung verlangt werden.<sup>123</sup> Umfang und Inhalt eines Beratungsgesprächs im Detail werden aber nicht in der Richtlinie geregelt. Vielmehr sind einzelne Dokumentationspflichten von Wertpapierfirmen durch zahlreiche Normen ausdrücklich und präzise festgelegt. Sehr detailliert finden sich etwa Dokumentationspflichten über die Parteien, Ausführungsort und -frist der Wertpapiertransaktion.<sup>124</sup> Wenn sich die Bundesregierung auf den Begriff der „Mindestaufzeichnung“ in Art. 51 Abs. 3 der Durchführungs-RiL 2006/73/EG beruft, ist dieser Begriff im systematischen Zusammenhang der anderen Absätze des Art. 51 zu lesen. So wird den Mitgliedstaaten in einer Optionsklausel nur „unter außergewöhnlichen Umständen“ zugestanden, eine Aufbewahrungszeit von länger als fünf Jahre festzulegen.<sup>125</sup> Zudem wird den Mitgliedstaaten in einer weiteren Optionsklausel das Recht zugestanden, Telefongespräche aufzuzeichnen.<sup>126</sup> Das Zusammenspiel dieser drei Absätze verdeutlicht, dass die Regelung der Aufzeichnungspflichten grundsätzlich abschließend und nur eine Abweichung bzgl. der Aufbewahrungspflicht und der Dokumentation von Telefonaten zulässig ist.<sup>127</sup> Folglich findet sich keinerlei Anhaltspunkt für die Erstellung eines Beratungsprotokolls in dem weiten Umfang, wie dies die Bundesregierung plant. Der Wortlaut und die Systematik der

<sup>120</sup> Erwägungsgründe 8 ff. der Durchführungs RiL 2006/73/EG zur MiFID v. 2.9.2006, ABl. 2006 L 241/27.

<sup>121</sup> S. oben Fn. 48.

<sup>122</sup> S. oben Fn. 5.

<sup>123</sup> Dies ergibt sich aus der Einbeziehung der Anlageberatung in den Kreis der Wertpapierdienstleistungen, Art. 13 Abs. 6 WpHG i.V.m. Anh. I Abs. A Nr. 5.

<sup>124</sup> Art. 13 Abs. 6, 19 Abs. 7, 25 Abs. 2 MiFID (Fn. 13) sowie Art. 39 Durchführungs-RiL 2006/73/EG (Fn. 120) und Art. 7, 8 Durchführungs-V● EG Nr. 1287/2006 zur MiFID v. 2.9.2006, ABl. 2006 L 241/1.

<sup>125</sup> In Art. 51 Abs. 1 Ua. 3 Durchführungs-RiL 2006/73/EG (Fn. 120).

<sup>126</sup> Art. 51 Abs. 4 Durchführungs RiL 2006/73/EG (Fn. 120).

<sup>127</sup> Zusätzlich müsste eine solche Ausnahme, wie Erwägungsgrund 8 verdeutlicht, verhältnismäßig sein.

Vollharmonisierung sprechen gegen das Recht zur Erstellung eines ergänzenden nationalen Beratungsprotokolls.

Die Vollharmonisierung bezweckt die Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen, welche durch zusätzliche Anforderungen, die ein Mitgliedstaat einführt, gerade verzerrt würden. Folglich betont die MiFID die Erforderlichkeit einer umfassenden Regelung.<sup>128</sup> Deutlich formuliert Erwägungsgrund 7 der einschlägigen Durchführungs-RiL, dass die nationalen Behörden keine zusätzlichen verbindlichen Vorschriften erlassen sollen, damit eine einheitliche Anwendung der einzelnen Bestimmungen der MiFID gewährleistet bleibt. Die Wichtigkeit gleichwertiger Marktbedingungen wird auch in der Durchführungs-VO 1287/2006 betont, die zudem bestimmt, dass alle Wertpapierfirmen das „gleiche Paket“ an Daten übermitteln sollen.<sup>129</sup>

Der Bundesverband der Verbraucherverbände hat ein fünfseitiges Beratungsprotokoll vorgeschlagen.<sup>130</sup> Der Bundesverband der deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken hat allein für seine Mitglieder einmalige Mehrkosten in Höhe von 300 Mio. und jährliche Kosten von jeweils bis zu 200 Mio. EUR und damit das bis zu 10-fache der Kosten aufgrund der MiFID berechnet.<sup>131</sup> Anders reagierte man in Österreich und Großbritannien, wo man die MiFID eins zu eins umsetzte<sup>132</sup> und keine weitergehenden Pflichten zur Erstellung eines Beratungsprotokolls normierte. Durch nationale Alleingänge wird somit das von der Europäischen Union vorgesehene *level playing field* konterkariert – die marktgleichen Bedingungen eines Binnenmarktes rücken deutliche in die Ferne. Im Ergebnis steht folglich auch der *Gesetzeszweck* von Art. 57 der MiFID einem umfangreichen nationalen Beratungsprotokoll entgegen.

Schließlich wird man auch Stellungnahmen des CESR zu prüfen haben. Das CESR präzisiert diese Angaben der Art. 51 Abs. 3 Durchführungs-RiL 2006/73/EG in einer *Recommendation* und legt Mindeststandards zum Beratungsprotokoll fest, nämlich die Angabe des Kunden und des empfohlenen Finanzinstrumentes.<sup>133</sup> Nach Ansicht des CESR sollen diese Dokumentationspflichten nicht abschließend sein.<sup>134</sup> Allerdings haben die Stellungnahmen des CESR

<sup>128</sup> Erwägungsgrund 5 der MiFID 2004/39/EG (Fn. 12).

<sup>129</sup> Erwägungsgründe 3 f. der Durchführungs-VO EG Nr. 1287/2006 (Fn. 124).

<sup>130</sup> Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) v. 12.6.2009, 1 ff.

<sup>131</sup> S. Stellungnahme des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken v. 22.5.2009, S. 2.

<sup>132</sup> *Spindler/Kasten* WM 2007, 1245, 1249.

<sup>133</sup> CESR Level 3 Recommendation on the List of minimum records in article 51 (3) of the MiFID implementing Directive of 2.2007, CESR/06-552c, 5 sowie CESR Level 3 Recommendation on the List of minimum records in article 51 (3) of the MiFID implementing Directive of 2.2007, Feedback Statement, CESR/07-085, 8.

<sup>134</sup> „Competent authorities may add to this list other record keeping obligations that they deem fit.“, CESR/06-552c (Fn. 133), 2.

keine Bindungswirkung; selbst bei einer Vermutungswirkung<sup>135</sup> sprechen die besseren Argumente für das Vollharmonisierungskonzept der Dokumentationspflichten bei der Beratung durch Wertpapierfirmen.

#### d) Folgerungen

Nach der hier vertretenen Ansicht wurden die Dokumentationspflichten damit ausdrücklich (und abschließend) durch den europäischen Gesetzgeber geregelt. Die Pflicht zur Erstellung eines Beratungsprotokolls widerspricht der gerade genannten Vollharmonisierung durch den europäischen Gesetzgeber und ist damit europarechtswidrig. Will der deutsche Gesetzgeber eine Pflicht zur Protokollierung von Beratungsgesprächen einführen, ist er deshalb gehalten, auf eine Änderung der MiFID bzw. der Durchführungs-RiL 2006/73/EG hinzuwirken. Geht man davon aus, dass die MiFID nur die Überwachung und damit öffentlich-rechtliche Sachverhalte regelt<sup>136</sup>, könnte der deutsche Gesetzgeber sich darauf beschränken, die Dokumentationspflichten zivilrechtlich auszugestalten. Im Ergebnis bleibt ein hohes Maß an Rechtsunsicherheit bestehen.

Neuland betritt man bei der Frage, ob ein Staatshaftungsanspruch denkbar ist, weil der nationale Gesetzgeber entgegen europäischen Vorgaben Private belastet. Der EuGH hat bereits einen Staatshaftungsanspruch in Fällen begründet, in denen eine Richtlinie, die Privaten Rechte gewährte, nicht umgesetzt wurde.<sup>137</sup> Auch für die Verletzung der Grundfreiheiten wurde ein Staatshaftungsanspruch für möglich erachtet.<sup>138</sup> Spiegelbildlich könnte deshalb auch ein Staatshaftungsanspruch denkbar sein, wenn der nationale Gesetzgeber dem Einzelnen zusätzliche Pflichten (und Kosten) auferlegt, welche die Richtlinie verhindern will. In concreto bedürfte es dazu allerdings eines Rechtsstreites, etwa wenn die BaFin eine unzureichende Dokumentation mit einem Bußgeldbescheid ahnden und ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegen einen solchen Bescheid klagen würde. Auch in einem solchen Prozess würde in einem Vorlageverfahren der EuGH letztlich über einen Staatshaftungsanspruch zu entscheiden haben.<sup>139</sup>

<sup>135</sup> S. oben I.3.b).

<sup>136</sup> S. hierzu oben Fn. 104 f.

<sup>137</sup> EuGH verb. Rs. C-6/90 und C-9/90 (*Francovich und Bonifazi v. Italien*), Slg. 1993, I-5357.

<sup>138</sup> EuGH verb. Rs. C-46/93 und C-48/93 (*Brasserie du Pêcheur SA v. Deutschland und R. v. Secretary of State for Transport ex parte Factortame Ltd. u.a. (Factortame III)*), Slg. 1996, I-1029.

<sup>139</sup> Zu weiteren Problemen für geschlossene Fonds s. *Möllers/Weichert/Wenninger* (Fn. 108), 165, 177; DAV v. 10/2006, Stellungnahme zum Regierungsentwurf des FRUG, Ziff. 1, NZG 2006, 935. Zu einer ähnlichen Problematik nach dem bisherigen § 34b WpStG s. *Möllers*, in: KK-WpHG, 2007, § 34b Rn. 43.

### 3. Licht und Schatten des Lamfalussy-Verfahrens

Das Lamfalussy-Verfahren wirft damit Licht und Schatten: Während Kritiker unmittelbar nach seiner Einführung noch ein Scheitern des Verfahrens vorausgesagt hatten,<sup>140</sup> wird das Lamfalussy-Verfahren mittlerweile insgesamt besonders positiv beurteilt,<sup>141</sup> was auch mit der raschen Umsetzung der 42 geplanten Vorhaben begründet wurde.<sup>142</sup> Inzwischen wurde das Lamfalussy-Verfahren vom Wertpapierbereich auf die Bereiche Banken, Versicherungen und Pensionsfonds ausgedehnt und Ausschüsse gegründet, um die Aufsicht über Finanzgruppen, die Dienstleistungen im Banken-, Versicherungs- und Wertpapierbereich anbieten, zu verbessern.<sup>143</sup> Auch das Enforcement-Verfahren der Umsetzung der IFRS-Standards in das europäische Recht orientiert sich am Lamfalussy-Verfahren.<sup>144</sup> Im Kapitalmarktrecht ist das Lamfalussy-Verfahren grundsätzlich das richtige Verfahren, um die Pflichten der Marktintermediäre weiter zu konkretisieren. 95 % aller Rechtsfragen wird man durch die dreistufige Harmonisierung wohl lösen können.

Allerdings wird man auch etwas Wasser in den Wein schütten müssen: Trotz Vollharmonisierungskonzept bleibt die Frage der Konkretisierungskompetenz weiterhin im Detail zu klären. Die obigen Beispiele haben zahlreiche Streitpunkte aufgedeckt. Auch steht die Unverbindlichkeit der Stellungnahmen der CESR einer weiteren Rechtsharmonisierung entgegen.

<sup>140</sup> Hertig/Lee, Four Predictions About the Future of EU Securities Regulation, 2003, 1, 4, abrufbar unter [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=376720](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=376720).

<sup>141</sup> Die zur Kontrolle der Effizienz des Lamfalussy-Verfahrens eingesetzte Inter Institutional Monitoring Group (IIMG), legt seit Juli 2002 halbjährliche Berichte über den Stand der geplanten Rechtssetzungsmaßnahmen, ihre Umsetzung und Durchsetzung sowie etwaige Defizite vor. IIMG, Third Report Monitoring the Lamfalussy Process v. 17.11.2004, 1, 6. Die Berichte der IIMG sind abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/monitoring/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/monitoring/index_de.htm).

<sup>142</sup> Grünbuch der Kommission zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010) v. 3.5.200), KOM (2005), 177 endg. 5; Erwägungsgründe 11 ff. der RiL 2005/1/EG v. 9.3.2005, ABl. 2005 L 79/9.

<sup>143</sup> S. Nachweise bei Möllers ZEuP 2008, 480, 504 f.

<sup>144</sup> Folglich existiert ein Regelungsausschuss für Rechnungslegung (*Accounting Regulatory Committee – ARC*) und eine Beratende Gruppe für die Vorlage von Ausschüssen (*European Financial Reporting Advisory Board*), s. [www.efrag.org](http://www.efrag.org). und Oversberg DB 2007, 1597. Es wurden sogar Anregungen laut, das Verfahren auf das Gesellschaftsrecht zu übertragen, IIMG Third Report (Fn. 141), 1, 40 f. Differenzierend *High Level Group II Bericht* der High Level Group v. 4.11.2002, 33, abrufbar unter [www.thomas-moellers.com](http://www.thomas-moellers.com).

### IV. Zusammenfassende Thesen und Ausblick

Traditionell unterscheidet man zwischen Mindest- und Vollharmonisierung. Die Mindestharmonisierung erlaubt durch sog. Minimumklauseln strengeres nationales Recht. Weitere Elemente der Mindestharmonisierung bilden etwa Rückverweisungsklauseln, optionale Klauseln oder unbestimmte Rechtsbegriffe. Die Vollharmonisierung schließt grundsätzlich strengeres nationales Recht aus. Regelmäßig wird die Vollharmonisierung aber durch Rückverweisungsklauseln, optionale Klauseln oder unbestimmte Rechtsbegriffe aufgeweicht.

Im europäischen Kapitalmarktrecht hat der Gesetzgeber das Konzept der Mindestharmonisierung durch das Lamfalussy-Verfahren ersetzt. Dies zeichnet sich durch ein vierstufiges Harmonisierungsverfahren aus. Eine Konkretisierung einzelner Bestimmungen findet damit über die Rahmenrichtlinien der ersten Stufe hinaus, durch Durchführungs-Richtlinien und Durchführungsverordnungen der 2. Stufe statt. Zusätzlich legt die CESR Begriffe aus.

Im Einzelnen ist in mehreren Stufen auszulegen, wem die Konkretisierungskompetenz zusteht. Strengeres nationales Recht ist trotz Vollharmonisierung unzweifelhaft möglich, etwa außerhalb des Anwendungsbereichs der Richtlinie oder durch Rückverweisungs- oder Optionalklauseln.

Problematischer ist die Konkretisierungskompetenz des Mitgliedstaates etwa für unbestimmte Rechtsbegriffe, die harmonisiert wurden, wie „unverzüglich“, „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ etc. Geht man von der Vollharmonisierung der MAD 2003/6/EG und der MiFID 2004/39/EG aus, sind Begriffe autonom und auch anhand der anderen Sprachfassungen auszulegen. Im Daimler-Fall ist mit dem OLG Frankfurt und entgegen dem OLG Stuttgart (und dem BGH) eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Ausscheidens von Schrempf bereits dann zu erwarten, wenn er sicher als Vorstandsvorsitzender zurücktreten wollte. Letztlich ist damit der EuGI und nicht der BGH zur abschließenden Klärung dieser Frage befugt (*EuGH – C.I.I..F.I.T.*).

Noch wenig geklärt ist auch die Frage der Regelungsintensität. Hier ist zu erörtern, in welchem Umfang der nationale Gesetzgeber strengeres Recht schaffen kann. Während der deutsche Gesetzgeber wohl eine Konkretisierungskompetenz für sich in Anspruch nimmt, geht die Gegenansicht davon aus, dass die Vollharmonisierung jegliche Form auch privatrechtlicher Rechtssetzung in ihrem Anwendungsbereich blockiert. Die wohl herrschende Meinung sieht eine Regelungskompetenz etwa im Bereich der MiFID nur für das Aufsichtsrecht gegeben.

Zwar verpflichtet die MiFID grundsätzlich zur Dokumentation von Beratungsgesprächen. Allerdings sind umfangreiche Dokumentationspflichten, wie sie der deutsche Gesetzgeber nun vorsieht, weder in der MiFID noch in der Durchführungs-RiL oder Durchführungs-VO geregelt. Auch wollte der europäische Gesetzgeber einheitliches Recht schaffen und verbietet insoweit stren-

geres nationales Recht. CESR glaubt allerdings, dass Mitgliedstaaten weitere Dokumentationspflichten schaffen können, schränkt dies aber für den Umfang des Beratungsgesprächs wieder ein. Nach der hier vertretenen Ansicht ist die Einführung nationaler Dokumentationspflichten durch ein umfangreiches Beratungsprotokoll durch den deutschen Gesetzgeber europarechtswidrig (s. Stellungnahme zu BT-Drs. 16/12814). Über die Frage wird letztlich der EuGH entscheiden. Fragen der Staatshaftung sind ebenso ungeklärt wie die Frage, ob der deutsche Gesetzgeber die Pflicht zur Erstellung eines Beratungsprotokolls rein zivilrechtlich ausgestalten kann.

Das Lamfalussy-Verfahren weist zwar in die richtige Richtung. Unbefriedigend bleibt aber, dass trotz bezweckter Harmonisierung zahlreiche Fragen zulässiger oder unzulässiger Regelungskompetenz offenbleiben.

## Vollharmonisierung im Gesellschaftsrecht

Prof. Dr. Jan Schürnbrand, Erlangen

### Inhaltsübersicht

I. Einleitung .....	273
II. Harmonisierungsniveau der einzelnen Richtlinie .....	274
III. Harmonisierungskonzept für das Gesellschaftsrecht im Ganzen .....	276
1. Der ursprüngliche Ansatz einer vollständigen Rechtsangleichung .....	276
2. Schleichende Aufgabe des ursprünglichen Ansatzes .....	277
3. Kernbereichsharmonisierung .....	278
4. Verknüpfung mit dem Kapitalmarktrecht .....	281
IV. Supranationale Rechtsformen .....	281
1. Einführung .....	281
2. Europäische Gesellschaft .....	282
3. Europäische Privatgesellschaft .....	285
V. Fazit .....	288

### I. Einleitung

Das Gesellschaftsrecht gehört zu den zentralen Bausteinen des Binnenmarkts. Für die dauerhafte Wahrnehmung gerade auch grenzüberschreitender wirtschaftlicher Tätigkeit bedarf es nämlich privatrechtlicher Organisationsformen, die ein geordnetes Auftreten am Markt überhaupt erst ermöglichen. Es kann daher nicht überraschen, dass beginnend bereits in den sechziger Jahren des vorigen Jahrhunderts zahlreiche Richtlinien erlassen wurden, die das Gesellschaftsrecht in seiner gesamten Breite umfassen.<sup>1</sup> Was dabei die hier interessierende Frage nach dem Harmonisierungsniveau angeht, so bietet es sich an, zwischen zwei Ebenen zu unterscheiden. Zunächst muss im Hinblick auf jede einzelne Richtlinie, ja womöglich sogar jede einzelne Vorschrift innerhalb einer

<sup>1</sup> Aktuelle Zusammenstellungen finden sich etwa bei *Jung/Müller-Huschke*, in: Schwarze (Hg.), EU-Kommentar, 2. Aufl. 2009, Art. 44 Rn. 26 ff.; *Engert*, in: Langenbucher (Hg.), Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 2. Aufl. 2008, § 5 Rn. 2.