

# **Von der MiFID zum WAG 2007**

herausgegeben von

**OR Dr. Peter Braumüller**

**Univ.-Ass. Dr. Daniel Ennöckl, LL.M.**

**Univ.-Prof. Dr. Michael Gruber**

**Univ.-Ass. Dr. Nicolas Raschauer**

# Der CESR – Stellung und Aufgaben im Europäischen Wertpapieraufsichtsrecht\*

Thomas M. J. Möllers

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung
  - 1.1 Globale Finanzmärkte
  - 1.2 „Die Mühlen des Gesetzgebers“ – zum bisherigen Gesetzgebungsverfahren auf europäischer Ebene
  - 1.3 Notwendige Veränderungen
2. Lamfalussy-Verfahren
  - 2.1. Das Vierstufenkonzept
    - 2.1.1. Ziel und Struktur des Lamfalussy-Verfahrens im Wertpapierbereich
    - 2.1.2. Die beteiligten Institutionen
      - 2.1.2.1 Europäischer Rat, Kommission, Europäisches Parlament
      - 2.1.2.2 Der EU-Wertpapierausschuss (European Securities Committee – ESC) und der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR)
  - 2.2. Demokratiedefizit und Lösungsvorschläge
    - 2.2.1 Gemeinschaftsrechtlicher Gesetzgeber – Kommission (Gesetzesvorbehalt und Wesentlichkeitstheorie)
    - 2.2.2 Stärkere Teilhabe des Europäischen Parlaments
    - 2.2.3 Transparenz durch Beteiligung des Bürgers
3. Zur Rechtsnormqualität einzelner Rechtstexte
  - 3.1. Die erfolgreiche Konkretisierung von Rechtspflichten und unbestimmten Rechtsbegriffen
    - 3.1.1 Zum Verhältnis von erster und zweiter Regelungsebene
    - 3.1.2 Konkretisierung durch die 3. Regelungsebene
  - 3.2. Heranziehung der technical advices der zweiten Stufe zur Feststellung des historischen Willens des Gesetzgebers
    - 3.2.1 Übernahme des technical advice durch die nationalen Aufsichtsbehörden
    - 3.2.2 Vorgaben des EuGH – die Nichtberücksichtigung als Grundsatz
    - 3.2.3 Historischer Wille und Andeutungstheorie
  - 3.3. Die Verlautbarungen des CESR auf der dritten Stufe
    - 3.3.1. Soft Law der BaFin
    - 3.3.2. Standards, guidelines und recommendations des CESR auf der dritten Stufe
    - 3.3.3. Rechtliche und faktische Bindungswirkung
      - 3.3.3.1 Fehlende Rechtsetzungskompetenz
      - 3.3.3.2 Keine Außenwirkung gegenüber Marktteilnehmern, insb safe harbour rule
      - 3.3.3.3 Zum Umfang der Bindungswirkung gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden
  - 3.4. Englischsprachige Stellungnahmen der ESC und CESR und Demokratiedefizit
    - 3.4.1 Bedenken gegen die Verwendung des Englischen als ausschließliche Amtssprache
    - 3.4.2 Übersetzungspflicht bei Verlautbarungen gegenüber einem unbestimmten Unionspublikum
    - 3.4.3 Rechtsgrundlage und Veröffentlichungspflicht durch die Mitgliedstaaten
4. Die Auslegungskompetenz bei Generalklauseln und unbestimmten Rechtsbegriffen im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens
  - 4.1. Fehlende Konkretisierungen auf der zweiten und dritten Ebene
  - 4.2. Die verbleibende Regelungskompetenz des nationalen Gesetzgebers für Bereiche, die nicht von den Rahmenrichtlinien umfasst sind

\* Eine erweiterte Fassung des Beitrages wird abgedruckt als *Möllers*, Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre am Beispiel des Lamfalussy-Verfahrens – Zur Etablierung rechtlicher und faktischer Standards im europäischen Wirtschaftsrecht, ZEuP 2008 (im Erscheinen).

- 4.3. Zur Konkretisierungskompetenz im Anwendungsbereich von Rahmenrichtlinien des Lamfalussy-Verfahrens
  - 4.3.1 Zum Meinungsstreit
  - 4.3.2 Abschließender Charakter der Vollharmonisierung und fehlende Konkretisierungskompetenz des Mitgliedstaates
  - 4.3.3 Konsequenzen der Vollharmonisierung – Vorabentscheidungsverfahren und Mediationsverfahren des CESR
5. Bewertung und Ausblick
  - 5.1 Bestandsaufnahme des Lamfalussy-Verfahrens
  - 5.2 Resümee – die Ausdehnung des Lamfalussy-Verfahrens auf andere Rechtsgebiete des europäischen Wirtschaftsrechts
6. Zusammenfassung in Thesen

## Abstract

Die Globalisierung der Märkte verdeutlicht die Wichtigkeit von harmonisiertem, einheitlichem Recht, um das notwendige Vertrauen in die Kapitalmärkte zu schaffen. Das Europäische Kapitalmarktrecht bildet ein vorzügliches Referenzgebiet, um aufzuzeigen, wie in den letzten zwei Jahrzehnten die inhaltlichen Anforderungen der verschiedenen Marktteilnehmer immer weiter harmonisiert und verdichtet wurden. Noch wenig geklärt ist die Rechtsqualität der Maßnahmen der dritten Stufe. Auch der verbleibende Handlungsspielraum der Mitgliedstaaten bedarf der Präzision. Die zahlreichen nur zum Teil gelösten rechtsstaatlichen und rechtsdogmatischen Fragen machen das Lamfalussy-Verfahren zu einem Schulbeispiel einer europäischen Gesetzgebungs- und Methodenlehre.

## 1. Einleitung

### 1.1 Globale Finanzmärkte

Mit Enron, WorldCom und Tyco ereignete sich in den letzten Jahren eine Serie von Skandalen, die den US-amerikanischen Wertpapiermarkt schwer erschütterten. Der amerikanische Gesetzgeber reagierte schnell und verabschiedete schon 2002 den Sarbanes-Oxley Act (SOX) mit einem weitreichenden Maßnahmenpaket zur Verbesserung der Transparenz und des Anlegerschutzes.<sup>1</sup> Ein Bundesrichter verurteilte die früheren Vorstände zu langjährigen Haftstrafen.<sup>2</sup> Vergleichbare Skandale gab es in Italien mit Parmalat und in Deutschland mit den Unternehmen Comroad, EM.TV und Infomatec.<sup>3</sup> Anlagekapital ist nicht gegenständlich und kann aufgrund der weltweiten Vernetzung der Datenverarbeitung in hoher Geschwindigkeit zu minimalen Kosten bewegt werden.<sup>4</sup> Empirische Untersuchungen zeigen, dass anlegerschüt-

<sup>1</sup> Public Accounting Reform and Investor Protection Act, Pub.L. No. 107–204 v. 30.7.2002, 116 Stat. 745 (2002), der nach seinen zwei Autoren benannt wurde, Senator *Paul Sarbanes* und Abgeordneter *Michael G. Oxley*, „Sarbanes-Oxley Act“ (SOX). Abrufbar unter [www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf](http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf) und [www.thomas-moellers.de/materialien](http://www.thomas-moellers.de/materialien).

<sup>2</sup> S. die Nachweise bei *Möllers*, 4 ECFR 173 (2007).

<sup>3</sup> BGH 19.7.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149 – *Infomatec I*; BGH 19.7.2004, II ZR 217/03, BGHZ 160, 134 – *Infomatec II*; BGH 19.7.2004, II ZR 217/03, NJW 2004, 2668 – *Infomatec III*; BGH 9.5.2005, NJW 2005, 2450 – *EM.TV*; BGH 9.5.2005, OLG Frankfurt a. M. 17.3.2005, ZIP 2005, 710 – *Comroad I*; OLG München 20.4.2005, ZIP 2005, 901 – *Comroad II*. Für einen Überblick s. *Möllers/Leisch* in KK-WpHG §§ 37b, c Rn 51 ff.

<sup>4</sup> Deutlich *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung 91.

zende Vorschriften und ihre Durchsetzung eine wesentliche Voraussetzung für entwickelte und liquide Märkte darstellen.<sup>5</sup> Jeder Gesetzgeber muss deshalb ein unmittelbares Interesse daran haben, die richtigen Rahmenbedingungen zu setzen, damit Kapital von den heimischen Börsen nicht abfließt, würde damit der eigenen Volkswirtschaft doch unmittelbar geschadet.

## 1.2 „Die Mühlen des Gesetzgebers“ – zum bisherigen Gesetzgebungsverfahren auf europäischer Ebene

„Die Mühlen des Gesetzgebers mahlen langsam, aber stetig.“<sup>6</sup> In den letzten zwei Jahrzehnten verfolgte die Europäische Kommission das Konzept der *Mindestharmonisierung*. Diese zeichnete sich dadurch aus, dass etwa in vielen Bereichen sog Mindestklauseln ausdrücklich strengeres nationales Recht erlaubten. In den inzwischen nicht mehr gültigen Insider-<sup>7</sup>, Börsenzulassungs-<sup>8</sup> und Wertpapierdienstleistungs-RL<sup>9</sup> fanden sich entsprechende Formulierungen. Ein Manko dieser Mindestharmonisierung waren zudem *unbestimmte Rechtsbegriffe*, die auf inhaltliche Konkretisierung und damit Harmonisierung verzichteten.

## 1.3 Notwendige Veränderungen

Bei den Bilanzskandalen um Enron und Worldcom hatten die USA den Sarbanes-Oxley-Act schnell erlassen, lagen doch zwischen der Insolvenz von Enron und dem Erlass des SOX gerade einmal sieben Monate. Nach dem Skandal um Parmalat ist die Europäische Union wenig später mit ähnlichen Regeln gefolgt.<sup>10</sup> Weil das weltweit agierende Kapital nicht nur auf den europäischen Börsen, sondern vor allem in New York Anlageziele sucht, war Europa zum Handeln quasi gezwungen. Im Kapitalmarktrecht hat der europäische Gesetzgeber das sog Lamfalussy-Verfahren eingeführt, um auf die Globalisierung der Finanzmärkte zu reagieren. Dieses Verfahren unterscheidet sich von der bisherigen Rechtssetzung deutlich. Im folgenden Beitrag soll das Verfahren vorgestellt werden. Dabei stellen sich zahlreiche verfassungsrechtliche (2.) und rechtsdogmatische Probleme (3.), deren Antworten sich zum Teil auch im neuen Lissabonner Vertrag zum EG wiederfinden. Wenig geklärt ist etwa die Frage der Auslegungskompetenz, die jüngst in dem Vorwurf mündete, die Bundesregierung riskiere ohne Not Schadensersatzansprüche wegen der europäischen Staatshaftung (4.). Im Einzelnen ist dieses neue Rechtssetzungsverfahren im europäischen Wirtschaftsrecht kritisch zu bewerten (5.).

<sup>5</sup> S. *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, 54 J.Fin. 1131 (1997); *dies*, 106 J.Pol.Econ. 1113, 1140 (1998); *dies*, 55 J.Fin. 1, 5 ff (2000); *Coffee*, 25 J.Corp.L. 1, 2 (1999); *Modigliani/Perotti*, 1–2 Int.Rev.Fin. 81 ff (2000); *Black*, 48 UCLA L.Rev. 781, 834 (2001).

<sup>6</sup> Die ursprüngliche Variante des Sprichwortes lautet „*Gottes Mühlen mahlen langsam, mahlen aber trefflich klein.*“

<sup>7</sup> Art 6 Insider-RL 89/592/EWG v. 13.11.1989, ABl 1989 L 334/30.

<sup>8</sup> Erwägungsgrund 5 Börsenzulassung-RL 79/279/EWG v. 5.3.1979, ABl 1979 L 66/21.

<sup>9</sup> Erwägungsgrund 3, Art 11 Abs 1 Wertpapierdienstleistungs-RL (Investor Services Directive – ISD) 93/22/EWG v. 10.5.1993, ABl 1993 L 141/27. Weitere Beispiele bei *Möllers*, Die Rolle des Rechts im Rahmen der europäischen Integration 15 f.

<sup>10</sup> Abschlussprüferaufsichtsgesetz (APAG) v. 27.12.2004, BGBl I 3846 und Bilanzkontrollgesetz (BilKoG) v. 21.12.2004, BGBl I 3408. S. *Stoltenberg/Lacey/Crutchfeld George/Cuthbert*, 53 Am.J.Comp.L. 457, 459, 478 ff (2005); *Möllers*, 4 ECFLR 173 ff (2007).

## 2. Lamfalussy-Verfahren

### 2.1. Das Vierstufenkonzept

#### 2.1.1. Ziel und Struktur des Lamfalussy-Verfahrens im Wertpapierbereich

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. Im Einzelnen schlug man 42 Einzelmaßnahmen vor. Für eine fristgerechte Durchführung wurde das bisherige Mitentscheidungsverfahren nach Art 251 EG als zu langwierig angesehen.<sup>11</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>12</sup> Zur Beseitigung der genannten Probleme schlug der Ausschuss ein vierstufiges Verfahren vor, nach dem die EU-Rechtssetzung im Bereich der Finanzdienstleistungen nunmehr erfolgt und das auf dem sog. Komitologiebeschluss des Rates beruht.<sup>13</sup> Zwei Ausschüsse wurden eingesetzt: der EU-Wertpapierausschuss (European Securities Committee – ESC) und der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR).<sup>14</sup> Auf der ersten Stufe werden die politischen *Grundentscheidungen*, die den Rahmen des Regelungsprogramms vorgeben, vom Europäischen Rat und 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>15</sup> Die technischen Einzelheiten werden dabei von den jeweiligen Ausschüssen ausgearbeitet und bei der Ausarbeitung des kommissionseigenen Vorschlags berücksichtigt. Der ESC wird auf dieser Stufe als Regelungsausschuss im Sinne des Komitologiebeschlusses tätig und stimmt über den Vorschlag der Kommission ab. Auf der dritten Stufe erarbeiten die im CESR vertretenen Aufsichtsbehörden *Empfehlungen, Leitsätze und Standards* für die alltägliche Aufsichtstätigkeit<sup>16</sup> und gewährleisten, trotz rechtlicher Unverbindlichkeit,<sup>17</sup> eine kohärente und gleichwertige Umsetzung der Rechtsvorschriften von Stufe 1 und 2.<sup>18</sup> Auf der vierten und letzten Stufe überprüft schließlich die Kommission die Einhaltung der EU-Rechtsvorschriften.<sup>19</sup> Zusammengefasst spricht man von einem Vierstufenkonzept (Rahmenprinzipien, Durchführungsmaßnahmen, Zusammenarbeit und Durchsetzung).<sup>20</sup>

<sup>11</sup> Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, (Financial Service Action Plan – FSAP) v. 11.5.1999, KOM (1999) 232 endg, 1, 16.

<sup>12</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>13</sup> Beschluss 1999/468/EG v. 28.6.1999, ABl Nr. L 184, 23; s hierzu *Karpf/Weidinger-Sosdean/Zartl*, ZFR 2007, 6; *Schmolke*, NZG 2005, 912.

<sup>14</sup> Weil beide Ausschüsse ausschließlich in englischer Sprache veröffentlichen, wird im Folgenden auch die englischsprachige Abkürzung verwendet.

<sup>15</sup> *Schmolke*, EuR 2006, 432, 433; *derselbe*, NZG 2005, 912, 913.

<sup>16</sup> *Karpf/Weidinger-Sosdean/Zartl*, ZFR 2007, 6, 7.

<sup>17</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn 12) 47.

<sup>18</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn 12) 46 f; *Schmolke*, EuR 2006, 432, 435.

<sup>19</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn 12) 49.

<sup>20</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 2000 C 138/1.

Mit seinen 42 Maßnahmen wurde der Aktionsplan Finanzdienstleistungen inzwischen vollständig verwirklicht,<sup>21</sup> und ein Großteil der Richtlinien in den Mitgliedstaaten umgesetzt.<sup>22</sup> Dies geschah in einem ersten Schritt mit dem Erlass der vier Rahmenrichtlinien des FSAP im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens: der Marktmissbrauchs-RL (MAD)<sup>23</sup>, der Prospekt-RL,<sup>24</sup> der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)<sup>25</sup> und der Transparenz-RL.<sup>26</sup> Die durchschnittliche Dauer für den Erlass dieser Rahmenrichtlinien im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens betrug ca 20 Monate, nachdem früher der Erlass von Richtlinien bis zu neun Jahre benötigte.<sup>27</sup> Inzwischen existieren Durchführungsrichtlinien und -verordnungen<sup>28</sup> zu den vier Rahmenrichtlinien sowie Empfehlungen auf der dritten Stufe.

## 2.1.2. Die beteiligten Institutionen

### 2.1.2.1 Europäischer Rat, Kommission, Europäisches Parlament

In der EG initiiert der Europäische Rat die Rechtssetzungsakte, Art 202 Spiegelstrich 2 EG. Art 202 Spiegelstrich 3 EG erlaubt allerdings, die Rechtssetzungsbefugnis auf die Kommission zu übertragen.<sup>29</sup> Das sog Komitologie-Verfahren hat dieses Verfahren konkretisiert.<sup>30</sup> Im

<sup>21</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>22</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>23</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchs-RL oder Market Abuse Directive – MAD), ABl 2003 L 96/16.

<sup>24</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-RL), ABl 2001 L 345/64.

<sup>25</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2004/39/EG v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates 2004/109/EG (Markets in Financial Instruments Directive- MiFID), ABl 2004 L 145/1; sie löste die bisherige Wertpapierdienstleistungs-RL (Investor Services Directive, ISD (Fn 9) ab.

<sup>26</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-RL), ABl 2004 L 390/38.

<sup>27</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.

<sup>28</sup> Die Richtlinien und die meisten anderen Dokumente finden sich unter [www.thomas-moellers.de/materialien](http://www.thomas-moellers.de/materialien).

<sup>29</sup> Nach Art 202 Spiegelstrich 3 EG „überträgt der Rat der Kommission in den von ihm angenommenen Rechtsakten die Befugnisse zur Durchführung der Vorschriften, die er erlässt. Der Rat kann bestimmte Modalitäten für die Ausübung dieser Befugnisse festlegen. Er kann sich in spezifischen Fällen außerdem vorbehalten, Durchführungsbefugnisse selbst auszuüben. Die oben genannten Modalitäten müssen den Grundsätzen und Regeln entsprechen, die der Rat auf Vorschlag der Kommission nach Stellungnahme des Europäischen Parlaments vorher einstimmig festgelegt hat.“

<sup>30</sup> Erster Komitologie-Beschluss des Rates 1987/373/EG v. 13.7.1987 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse, ABl 1987 L 197/33; Zweiter

Rahmen des Komitologie-Verfahrens werden die eigentlichen Regeln und Standards durch die Ausschüsse erarbeitet. In der Praxis wird damit das Recht, Gesetze zu machen, an die Kommission delegiert, die etwa 90% der Durchführungsgesetze erlässt. Die Ausschüsse gaben 2.582 Stellungnahmen ab.<sup>31</sup> Durch das Lamfalussy-Verfahren wurde nun nicht nur das Komitologie-Verfahren verändert, sondern auch das Verfahren um eine dritte und vierte Stufe erweitert.

### 2.1.2.2 Der EU-Wertpapierausschuss (*European Securities Committee – ESC*) und der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (*Committee of European Securities Regulators – CESR*)

Durch das Lamfalussy-Verfahren wurde der ESC angeregt und dann eingesetzt.<sup>32</sup> Er setzt sich aus hochrangigen Vertretern der Mitgliedstaaten zusammen;<sup>33</sup> den Vorsitz führt ein Vertreter der Kommission. Der ESC ist auf der zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens für den Erlass der *Durchführungsmaßnahmen*<sup>34</sup> zuständig, die der Kommission vom Rat und Europäischen Parlament aufgrund des Basisrechtsakts der ersten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens übertragen wurden. Der CESR ist aus dem Ende 1997 gegründeten Forum of European Securities Commissions (FESCO) hervorgegangen<sup>35</sup>, wurde 2001 eingesetzt<sup>36</sup> und setzt sich aus hochrangigen Mitgliedern der nationalen Regulierungsbehörden zusammen. Sitz des CESR ist Paris, wo auch ein Sekretariat mit etwa 20 Personen eingerichtet ist.<sup>37</sup> Er kann Arbeitsgruppen einsetzen. Die Abstimmung des CESR erfolgte bisher nach dem Konsensualverfahren. Vor dem Hintergrund der EU-Erweiterung wurde aber für bestimmte Fälle ein Mehrheitsverfahren eingeführt.<sup>38</sup> Der CESR wird sowohl auf Stufe 2 als auch auf Stufe 3 des Lamfalussy-Verfahrens tätig: Auf Stufe 2 gibt er für die Kommission technische Ratschläge (*technical advices*) zu einem Entwurf einer Durchführungsmaßnahme ab. Die Kommission prüft den Vorschlag des CESR und berücksichtigt diesen bei der Erstellung ihres Entwurfs. Auf Stufe 3 besteht die Aufgabe des CESR darin, die einheitliche Umsetzung und Anwendung des Gemeinschaftsrechts zu koordinieren.<sup>39</sup> Alle Rechtstexte finden sich in englischer Sprache auf einer eigenen Website.<sup>40</sup>

## 2.2. Demokratiedefizit und Lösungsvorschläge

In der politischen Diskussion ist in der Vergangenheit ein Demokratiedefizit angeprangert worden, weil statt Rat und Parlament nun private Expertengremien faktisch Recht setzen würden.<sup>41</sup> Allerdings ist heutzutage weitgehend anerkannt, dass sich der Gesetzgeber des

---

Komitologie-Beschluss des Rates 1999/568/EG v. 28.6.1999 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse, ABl 1999 C 297/5 ff.

<sup>31</sup> Bericht der Kommission über die Tätigkeit der Ausschüsse im Jahr 2005 v. 9.8.2006, KOM (2006) 446 endg., 1, 11.

<sup>32</sup> Beschluss der Kommission 2001/528/EG zur Einsetzung des ESC v. 6.6.2001, KOM (2001) 1493 endg.

<sup>33</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn 12) 38 und [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esc/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esc/index_en.htm).

<sup>34</sup> Vor der DurchführungsRL oder DurchführungsVO werden *working documents* erlassen.

<sup>35</sup> *Karpf*, ÖBA 2005, 573, 575.

<sup>36</sup> Beschluss der Kommission 2001/527/EG zur Einsetzung des CESR v. 6.6.2001, ABl 2001 L 191/43.

<sup>37</sup> Ein Organigramm findet sich im CESR's Advice CESR/02-089d of 12.2002.

<sup>38</sup> Art 5.5.–5.7. CESR-Satzung (Charter of the CESR) of 7/2006, CESR/06-289c.

<sup>39</sup> Dazu genauer unter 3.1.2.

<sup>40</sup> [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

<sup>41</sup> Kleine Anfrage der CDU/CSU 15/784, S. 1; *Scheel*, ZEuS 2006, 521; s auch *Schmolke*, EuR 2006, 432; *ders*, NZG 2005, 912; *Langenbacher*, ZEuP 2003, 265, 279 ff.

Wissens von Experten bedienen muss, um auf aktuelle Strömungen angemessen reagieren zu können.<sup>42</sup>

## 2.2.1 Gemeinschaftsrechtlicher Gesetzgeber – Kommission (Gesetzesvorbehalt und Wesentlichkeitstheorie)

Zu den rechtsstaatlichen Errungenschaften gehören das Gesetz, der Gesetzesvorrang und der Gesetzesvorbehalt.<sup>43</sup> In Deutschland wird etwa zwischen Gesetz und Verordnung unterschieden. Kompetenzrechtlich kann die Exekutive Verordnungen erlassen. Das in Art 80 Abs 1 S 2 GG normierte Bestimmtheitsgebot verlangt, dass Inhalt, Zweck und Ausmaß der erteilten Ermächtigung bereits im Gesetz bestimmt sein müssen.<sup>44</sup> Zudem soll die von der Rechtsprechung entwickelte Wesentlichkeitstheorie sicherstellen, dass die wesentlichen Entscheidungen dem Parlament vorbehalten bleiben.<sup>45</sup>

Auch auf europäischer Ebene existiert die Normenhierarchie als ungeschriebenes Prinzip des Gemeinschaftsrechts.<sup>46</sup> Man unterscheidet zwischen primärem und sekundärem Gemeinschaftsrecht.<sup>47</sup> Die Durchführungsmaßnahmen des Komitologie-Verfahrens bzw. der zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens, die auf den Rahmenrichtlinien beruhen, werden auch als Tertiärrecht bezeichnet.<sup>48</sup> Eine vergleichbare Wesentlichkeitstheorie existiert auch auf europäischer Ebene: Danach ist es dem Rat und dem Parlament als gemeinschaftlichem Gesetzgeber verwehrt, Rechtsakte zu erlassen, welche die Kommission zur Entscheidung wesentlicher Fragen ermächtigt. Ähnlich wie im deutschen Recht unterscheidet der EuGH zwischen Vorschriften von „wesentlicher Bedeutung“ für eine bestimmte zu regelnde Materie, die vom Gemeinschaftsgesetzgeber selbst erlassen werden müssen und anderen „Durchführungsmaßnahmen“, die der Gesetzgeber an die Kommission übertragen kann.<sup>49</sup> Art 249b des Lissabonner Vertrages nimmt nun dieses Bestimmtheitsgebot auf.<sup>50</sup>

<sup>42</sup> Mertens, AG 1982, 29 ff; Köndgen, AcP 206 (2006), 477, 511; Nußberger, AöR 129 (2004), 282 ff.

<sup>43</sup> Hoffmann-Riem, AöR 130 (2005) 128, 130; Seiler, Der einheitliche Parlamentsvorbehalt.

<sup>44</sup> S die Nachweise bei Lücke/Mann in Sachs, GG<sup>4</sup> Art 80 Rn 21 ff.

<sup>45</sup> BVerfG 26.6.1991, BVerfGE 84, 212, 226 – Aussperrung; s Stern, Staatsrecht I<sup>2</sup> 802, 808 f; Schmidt-Aßmann in Isensee/Kirchhof, HStR I § 24 Rn 63 ff.

<sup>46</sup> EuG 14.12.1995, Rs T-285/94, Slg 1995, II-3029 Rn 51 – Pfloeschner; EuG 8.6.1995, Rs T-9/93, Slg 1995, II-1611 Rn 162 – Schöller; s auch Bieber/Salomée, 33 CMLRev 907 (1996); Magiera, Integration 1995, 197 ff.

<sup>47</sup> Unter primärem Gemeinschaftsrecht ist das Recht der Gründungsverträge einschließlich der Anlagen und Protokolle zu verstehen, unter sekundärem Gemeinschaftsrecht das von den Gemeinschaftsorganen geschaffene Recht, wie es in Art 249 EG definiert ist.

<sup>48</sup> S etwa Nettesheim in Grabitz/Hilf, Oktober 2006, Art 249 Rn 13; Ch. Möllers in Schmidt-Assmann/Schöndorf-Haubold (2005) 293 ff.

<sup>49</sup> EuGH 17.12.1970, Rs. 25/70, Slg 1970, 1161 Rn 6 – Köster. „Dieser Vorschrift ist vielmehr Genüge getan, wenn die wesentlichen Grundzüge der zu regelnden Materie nach diesem Verfahren festgelegt worden sind“; EuGH 16.6.1987, Rs 46/86, Slg 1987, 61, Rn 16 – Romkes.

<sup>50</sup> Art 249b Entwurf eines Änderungsvertrages v. 23.7.2007, der den Entwurf eines Vertrages einer Verfassung für Europa (VVE) ablöst, abrufbar unter [www.consilium.europa.eu/cms3\\_fo/showPage.asp?id=1317&lang=en&mode=g&lautet:](http://www.consilium.europa.eu/cms3_fo/showPage.asp?id=1317&lang=en&mode=g&lautet:) „(1) A legislative act may delegate to the Commission the power to adopt non-legislative acts to supplement or amend certain non-essential elements of the legislative act. The objects, content, scope and duration of the delegation of power shall be explicitly defined in the legislative acts. The essential elements of an area shall be reserved for the legislative act and accordingly shall not be the subject of a delegation of power. (2) Legislative acts shall explicitly lay down the conditions to which the delegation is subject (. . .).“

## 2.2.2 Stärkere Teilhabe des Europäischen Parlaments

Der Gesetzgeber ist grundsätzlich immer bei Verordnungen und Richtlinien als Teil des Sekundärrechts beteiligt. Schon lange hatte das Europäische Parlament mehr Einflussmöglichkeiten für das Tertiärrecht, also beim Erlass der Durchführungsmaßnahmen der zweiten Stufe gefordert. Um das institutionelle Gleichgewicht zwischen Rat und Parlament einerseits und der Kommission andererseits einzuhalten, hatte man sich in den Komitologiebeschlüssen geeinigt, Parlament und Rat umfassend zu informieren. Ursprünglich war die Delegation auf Fachausschüsse zeitlich begrenzt (*sunset*-Klauseln)<sup>51</sup>; und schließlich stand dem Rat ein Rückrufrecht (*Aerosol*-Klausel) zu.<sup>52</sup> Das Rückrufrecht wurde auch in Art 249b des Lissabonner Vertrages<sup>53</sup> aufgenommen. Der Forderung nach größerer Teilhabe des europäischen Parlamentes wurde im Juli 2006 durch den dritten Komitologiebeschluss des Rates 2006/512/EG Rechnung getragen, in welchem das bisherige Komitologieverfahren durch ein Regelungsverfahren mit Kontrolle erweitert wurde. Das Europäische Parlament oder der Rat können den Entwurf nur ablehnen, wenn er „über die im Basisrechtsakt vorgesehenen Durchführungsbefugnisse hinausgeht oder mit dem Ziel oder dem Inhalt des Basisrechtsakts unvereinbar ist oder gegen die Grundsätze der Subsidiarität oder Verhältnismäßigkeit verstößt.“<sup>54</sup> Der Lissabonner Vertrag sieht auch ein Beteiligungsrecht des Parlamentes für Durchführungsmaßnahmen vor.<sup>55</sup> Weil das Parlament nun auch auf der zweiten Stufe tätig wird, wird damit auch die Bedeutung der Wesentlichkeitstheorie relativiert, weil nun eine Aushöhlung der Rechte des Parlaments nicht mehr unmittelbar droht.

## 2.2.3 Transparenz durch Beteiligung des Bürgers

Mit dem Lamfalussy-Verfahren hat die Kommission nun die Transparenz ausdrücklich als eines ihrer Ziele beschrieben.<sup>56</sup> Dazu konsultiert die Kommission auf der zweiten Stufe zunächst den ESC und ersucht im Anschluss den CESR, technische Einzelheiten innerhalb einer bestimmten Frist für die Durchführungsmaßnahme herauszuarbeiten. Hierbei hat der Ausschuss in einem offenen und transparenten Verfahren Marktteilnehmer, Endnutzer und Verbraucher zu konsultieren<sup>57</sup> und danach der Kommission eine Stellungnahme zu übermitteln. Der CESR hat hierfür eine öffentliche Erklärung über die Konsultationspraxis abgegeben.<sup>58</sup>

<sup>51</sup> Sie finden sich in allen vier Rahmenrichtlinien (Art 17 Abs 4 MAD, Fn 23), Art 4 Abs 3 Prospekt-RL (Fn 24), Art 63 Abs 3 MiFID (Fn 25), Art 27 Abs 4 Transparenz-RL (Fn 26).

<sup>52</sup> Ziff 5 Abs 3 der Entschließung des Europäischen Rates 2001/C-138/01 v. 23.3.2001 (Fn 20). Die ersten Umsetzungsmaßnahmen, die auf diese Art und Weise blockiert wurden, bezogen sich auf die EU-Gesetzgebung für Fluorchlorkohlenwasserstoff-Emissionen aus Spraydosen – daher die Bezeichnung „Aerosol-Klausel“.

<sup>53</sup> Art 249b Abs 2 lit a) Entwurf eines Änderungsvertrages v. 23.7.2007 (Fn 37) lautet: „( . . . ) *the European Parliament or the Council may decide to revoke the delegation.*“

<sup>54</sup> Art 5a Abs 3 des dritten Komitologiebeschlusses des Rates 2006/512/EG v. 17.7.2006, zur Änderung des Beschlusses 1999/468/EG zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsrechtsakte (Dritter Komitologiebeschluss); ABl 2006 L 200/11.

<sup>55</sup> Art 249b Abs 2 lit b) Entwurf eines Änderungsvertrages v. 23.7.2007 (Fn 37), lautet: „( . . . ) *the delegated act may enter into force only if no objection has been expressed by the European Parliament or the Council within a period set by the legislative act.*“

<sup>56</sup> Lamfalussy-Bericht (Fn 12), 1, 8, 12; Schmolke, NZG 2005, 912, 913.

<sup>57</sup> Art 5 des Beschlusses 2001/527/EG zur Einsetzung des CESR v. 6.6.2001, ABl 2001 L 191/43 sowie Art 5.8.–5.11. der CESR-Satzung (Fn 38); hierzu Hirte/Heinrich in KK-WpHG Einl Rn 52 f.

<sup>58</sup> Public Statement of Consultations Practices v. 12.2001, CESR/01-007c.

Der CESR hat im Durchschnitt 50 Stellungnahmen auszuwerten.<sup>59</sup> Das Rechtsetzungsverfahren besteht aus *consultation papers*, *feedback statements* und den *technical advices*. Auch auf der dritten Stufe findet ein Informationsaustausch zwischen den Regulierungsbehörden und den Marktteilnehmern statt; hierfür wurde innerhalb des CESR ein „*market participants consultative panel*“ geschaffen, das sich aus hochrangigen Vertretern der Marktteilnehmer zusammensetzt.<sup>60</sup> Das Verfahren besteht aus *consultation papers*, *feedback statements* und dann den *standards*, *recommendations* bzw. *guidelines*. Vergleicht man diese Gesetzgebung mit den oft im Huckepack- oder Eilverfahren durchgepeitschten Gesetzen im Deutschen Bundestag<sup>61</sup>, so ist die Transparenz in hohem Maße sichergestellt. Im Vergleich zu den früheren Komitologieverfahren wurden damit zahlreiche rechtsstaatliche Einwände entkräftet.

### 3. Zur Rechtsnormqualität einzelner Rechtstexte

#### 3.1. Die erfolgreiche Konkretisierung von Rechtspflichten und unbestimmten Rechtsbegriffen

##### 3.1.1 Zum Verhältnis von erster und zweiter Regelungsebene

Das Lamfalussy-Verfahren führt dazu, dass die Konkretisierungsdichte der einzelnen Normen steigt und damit die Vielzahl der Generalklauseln und unbestimmten Rechtsbegriffe verringert werden konnte. Schon durch die Rahmenrichtlinien sind die einzelnen Pflichten der Marktteilnehmer weiter deutlich angestiegen. Erstmals wurden durch die MAD etwa die Pflichten der Finanzanalysten konkretisiert: Interessenkonflikte sind nun zu offenbaren.<sup>62</sup> Oder die eingangs erwähnten Pflichten des Art 11 Wertpapierdienstleistungs-RL wurden deutlich konkretisiert, indem nun zwischen Aufklärung, Beratung und Finanzportfolioverwaltung unterschieden wird. Während das Wertpapierdienstleistungsunternehmen sich für eine Beratungsleistung auch über die finanziellen Verhältnisse und Anlageziele des Kunden erkundigen muss (Art 19 Abs 4 MiFID), beschränkt sich die Erkundigung bei der Aufklärung auf die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden bezogen auf den jeweiligen Produkttyp, Art 19 Abs 5 MiFID. Die Aufklärung kann auch in standardisierter Form erfolgen.<sup>63</sup> Zudem erlaubt Art 19 Abs 6 MiFID das Discount-Broking und begrenzt dieses auf nicht komplexe Finanzinstrumente.

---

<sup>59</sup> *Muschler*, Internationalisierung der Auftragsausführung im Wertpapierhandel, 143.

<sup>60</sup> Die Mitgliederliste des *market participants consultative panel* findet sich unter: [www.cesr-eu.org/templatephp?page=contenu\\_groups&cid=24&keymore=1&BoxId=2](http://www.cesr-eu.org/templatephp?page=contenu_groups&cid=24&keymore=1&BoxId=2).

<sup>61</sup> *Bydlinski*, Methodenlehre und Rechtsbegriff, 626 ff.

<sup>62</sup> So verpflichten etwa die MAD und die DurchführungsRL 2003/125/EG, dass der Finanzanalyst in seiner Finanzanalyse Umstände offenbart, die zu Interessenkonflikten führen können, Art 6 Abs 5 MAD (Fn 23) sowie der DurchführungsRL 2003/125/EG v. 21.12.2003, ABl 2003 L 339/73. Umgesetzt durch § 34 Abs 1 Nr 2 WpHG iVm § 5 FinanzanalyseVO v. 17.12.2004, BGBl I S 3522. Hierzu und zu weiteren Pflichten s. *Möllers* in KK-WpHG § 34b Rn 151 ff.

<sup>63</sup> Art 19 Abs 5 UAbs 3 S 2 MiFID (Fn 25).

### 3.1.2 Konkretisierung durch die 3. Regelungsebene

Die *guidelines* und *recommendations* konkretisieren zahlreiche Begriffe. So definiert Art 1 Ziff 1 der MAD Insiderinformationen, welche Art 1 der DurchführungsRL 2003/124/EG konkretisiert. In den *guidelines* des CESR wird nun beispielhaft eine Liste von Sachverhalten genannt, welche Insiderinformationen darstellen können, etwa der Wechsel in der Geschäftsführung.<sup>64</sup> Diese Liste erinnert stark an den deutschen Emittentenleitfaden.<sup>65</sup> Oder Behörden müssen Wertpapierfirmen nach Art 13 Abs 6 MiFID überwachen; Konkretisierungen finden sich in Art 51 Abs 3 DurchführungsRL 2006/73/EG. Der CESR präzisiert diese Angaben in einer *recommendation* nun weiter, indem die Art der Aufzeichnung typisiert wird.<sup>66</sup>

## 3.2. Heranziehung der technical advices der zweiten Stufe zur Feststellung des historischen Willens des Gesetzgebers

### 3.2.1 Übernahme des technical advice durch die nationalen Aufsichtsbehörden

Auf der 2. Stufe des Lamfalussy-Verfahrens berät der CESR nur Rat und Parlament, gibt aber keine eigene Stellungnahme ab. In der Praxis zeigen sich Unsicherheiten, wie mit diesen zu verfahren ist. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beruft sich in ihrem Emittentenleitfaden ausdrücklich auf einen *technical advice* des CESR der zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens. Inhaltlich geht es darum, welche Informationen das Unternehmen nicht unmittelbar betreffen und damit keine Insiderinformationen darstellen.<sup>67</sup>

### 3.2.2 Vorgaben des EuGH – die Nichtberücksichtigung als Grundsatz

Es erscheint zielführend, sich an den Anforderungen des EuGH zu orientieren, um festzustellen, ob das Vorgehen der BaFin in rechtlich korrekter Weise durchgeführt wurde. Der EuGH ist bei der Heranziehung des historischen Willens deutlich strenger als die deutsche Rechtsprechung. Nach Ansicht des EuGH können die Stellungnahmen von Kommission und Rat keine Berücksichtigung finden, „wenn ihr Inhalt in der fraglichen Bestimmung keinen Ausdruck gefunden“ hat.<sup>68</sup> Der EuGH lehnt es grundsätzlich ab, Erklärungen von Rat und Kommission zur historischen Auslegung heranzuziehen, weil zahlreiche Gemeinschaftsrechtsakte bis zu ihrer Verabschiedung höchst kontrovers behandelt werden.<sup>69</sup> Solche Kontroversen finden sich auch während des Lamfalussy-Verfahrens. Nach Art 19 Abs 7 S 1 MiFID erstellt die Wertpapierfirma eine Aufzeichnung, die das Dokument oder die Dokumente mit den

<sup>64</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 1.15: „Changes in management and supervisory board“.

<sup>65</sup> Emittentenleitfaden der BaFin v. 15.7.2005, IV.2.2.2., 41.

<sup>66</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.

<sup>67</sup> Emittentenleitfaden der BaFin v. 15.7.2005, IV.2.2.2., 41 unter Hinweis auf CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive of 12/2002, CESR/02-089d Rn. 36.

<sup>68</sup> EuGH 26.2.1991, Rs C-292/89, Slg 1991, I-745 Rn 18 – *Antonissen*; EuGH 29.5.1997, Rs C-329/95, Slg 1997, I-2675 Rn 23 – *VAG Sverige*; EuGH 24.6.2004, Rs C-49/02, Slg 2004, I-6129 Rn 17 – *Heidelberger Bauchemie*.

<sup>69</sup> *Stotz* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 532, 538.

Vereinbarungen zwischen der Firma und dem Kunden enthält, die die Rechte und Pflichten der Parteien sowie die sonstigen Bedingungen festlegen, zu denen die Wertpapierfirma Dienstleistungen für den Kunden erbringt. Der CESR hatte in seinem *technical advice* geregelt, dass dem Kunden das Vertragsdokument auf einem dauerhaften Datenträger bereitzustellen und die Zustimmung des Kunden durch dessen Unterschrift zu beweisen ist.<sup>70</sup> Nach Meinung der Kommission gingen diese Vorschläge über die Verpflichtungen der MiFID hinaus, da diese nur den Inhalt der Aufzeichnung, nicht aber die Dokumentation harmonisiere.<sup>71</sup> Der Vorschlag des CESR war damit zurückgewiesen.<sup>72</sup> Folglich sieht die DurchführungsRL auch keine weiteren Bestimmungen zur Dokumentation vor.<sup>73</sup> Selbstredend war damit auch nicht dem *technical advice* zu folgen.

### 3.2.3 Historischer Wille und Andeutungstheorie

Nach dem bisher Gesagten war die Übernahme des *technical advice* durch die BaFin vor-schnell: Bevor man solche *technical advices* heranzieht, hätte man zuerst prüfen müssen, ob es positive Hinweise in der DurchführungsRL gibt oder negative Hinweise durch die Kommission existieren. Inzwischen hat sich die Problematik aber erledigt, weil der CESR auch in einer *guideline* der 3. Stufe diese Auslegung bestätigt hat.<sup>74</sup>

Ein Beispiel für eine solche Andeutung könnte sich etwa aus der Prospekt-RL ergeben. Bei grenzüberschreitenden Prospekten muss nur die Prospektzusammenfassung in der Amtssprache des Aufnahmemitgliedstaates verfasst werden, ansonsten gibt die Richtlinie dem Emittenten die Wahl zwischen einer anerkannten und einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache, Art 19. Neben dem Prospekt kann der Emittent auch auf Dokumente außerhalb des Prospektes verweisen, Art 11. Unklar ist, ob eine gespaltene Sprachwahl zulässig ist, also der Prospekt in einer anderen Sprache als die begleitenden Dokumente veröffentlicht werden darf. Damit dürfte die Überwachung durch die Aufsichtsbehörden allerdings erschwert werden. Der *technical advice* des CESR verbietet eine solche Zweisprachigkeit, ohne dass ein solches Verbot in der DurchführungsRL ausdrücklich aufgenommen wurde.<sup>75</sup> Mittelbar lässt sich dieses Ergebnis aber aus Art 28 Abs 5 der Durchführungs-VO 809/2004<sup>76</sup> herauslesen, wonach sich die Emittenten bemühen, dass Verweise den Anlegerschutz in Form von Verständ-

<sup>70</sup> CESR/05-024c, Box 10 Nr I.

<sup>71</sup> Zudem hätten die Vorschläge eine zu große Auswirkung auf das Zivilrecht der Mitgliedstaaten und Durchführungsmaßnahmen seien nicht der angemessene Ort, um solch weitreichende Maßnahmen vorzunehmen, working document ESC/24/2005 v. 11.7.2005, Explanatory note to working document ESC/23/2005 and to the addendum of the working document ESC/17/2005 on Investment research, A.4. Client agreement, S 2 f; s Möllers in KK-WpHG § 34 Rn 8.

<sup>72</sup> Ein weiteres Beispiel findet sich bei *Kals* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre § 20 Rn 22, die allerdings davon ausgeht, dass der CESR in seiner Meinung fehl liegt.

<sup>73</sup> S DurchführungsRL 2006/73/EG v. 10.8.2006, ABl 2006 L 241/26.

<sup>74</sup> Ziff 1.16 des Second Set of CESR's Advice and information on the common operation of the Directive to the market of 7/2007, CESR/06-562b.

<sup>75</sup> Ziff 98, 104 des CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive of 07/2003, CESR 03-208.

<sup>76</sup> Durchführungs-VO Nr 809/2004 der Kommission v. 29.4.2004 zur Umsetzung der Prospekt-RL 2003/71/EG, ABl 2003 L 215/3.

lichkeit der Informationen und ihrer Zugänglichkeit nicht beeinträchtigen.<sup>77</sup> Ob der *technical advice* zur Klärung der Rechtslage und Auslegung von Art 28 Abs 5 DurchführungsRL herangezogen werden darf, dürfte nach den engen Vorgaben des EuGH aber zweifelhaft sein.

### 3.3. Die Verlautbarungen des CESR auf der dritten Stufe

#### 3.3.1. Soft Law der BaFin

Im Kapitalmarktrecht werden in Deutschland neben Gesetzen Rechtsverordnungen erlassen. Als Exekutive ist das Bundesministerium der Finanzen (BMF) dazu ermächtigt; regelmäßig hat der Gesetzgeber dem BMF aber das Recht eingeräumt, dass die BaFin als Bundesoberbehörde die Rechtsverordnung erlassen kann.<sup>78</sup> Ansonsten hat die BaFin allerdings keine Kompetenz, verbindliche Regelungen zu erlassen. Die von der BaFin erlassenen Leitfäden, Verlautbarungen, Bekanntmachungen, Rundschreiben und sonstige Schreiben sind als schlichtes Verwaltungshandeln bzw norminterpretierende Verwaltungsvorschriften einzustufen.<sup>79</sup> Rechtlich werden sie mit der Unverbindlichkeit von Meinungen der Rechtsliteratur verglichen und bilden *soft law*.<sup>80</sup> Die Richtlinie nach § 35 Abs 6 WpHG etwa ist eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift ohne Bindungswirkung gegenüber den Marktteilnehmern oder den Gerichten, wie jüngst auch der BGH betonte.<sup>81</sup> Weil sich die Marktteilnehmer an solchen Verlautbarungen der BaFin aber orientieren und diese auch üblicherweise beachten, kommt ihr ein hohes Maß an faktischer Bindungswirkung zu.

#### 3.3.2. Standards, guidelines und recommendations des CESR auf der dritten Stufe

Der CESR hat auf der dritten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens die Normen der ersten und zweiten Stufe zu konkretisieren.<sup>82</sup> Ziel ist es, die Umsetzung und Durchführung der auf den ersten beiden Stufen erlassenen Rechtsakte der einzelnen nationalen Aufsichtsbehörden zu harmonisieren.<sup>83</sup> Dies geschieht durch unverbindliche *standards*, *guidelines* und *recommendations*<sup>84</sup>, wobei sich *guidelines* im Regelfall an die Aufsichtsbehörden und *recommendations* direkt an die

<sup>77</sup> AA *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821, die Ausnahmen zulassen wollen.

<sup>78</sup> Vgl etwa §§ 34 Abs 2 S 2, 34a Abs 3 S 2, 34b Abs 8 S 2, 37 Abs 4 S 2 WpHG.

<sup>79</sup> Für norminterpretierende Verwaltungsvorschriften, *Höhns*, Die Aufsicht über die Finanzdienstleister 157 f, 209 f; für schlichtes Verwaltungshandeln hinsichtlich der Verlautbarung der Mitarbeiter Leitsätze von 1993 (abgedruckt in *Fischer/Klanten*, Bankrecht<sup>3</sup> [2000] Anhang IX, 535) so *Junker*, Gewährleistungsaufsicht über Wertpapierdienstleistungsunternehmen 119 f, *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten 194 f, 198, 261.

<sup>80</sup> *Schädle*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht 96. Zum englischen Recht s *Blair*, Banking and Financial Services Regulation<sup>3</sup> 17, para 1.43.

<sup>81</sup> BGH 8.5.2001, BGHZ 147, 343, 350 – *Margin*; BGH 24.1.2005, WM 2006, 567 unter II.2.b) cc). Vorher schon *Königgen*, ZBB 1996, 361, 361; *Möllers/Ganten*, ZGR 1998, 773, 801; *Koller* in Assmann/Schneider, WpHG<sup>4</sup> § 35 Rn 6; *Lang*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen § 14 Rn 3; *Balzer* in Welter/Lang, Handbuch der Informationspflichten im Bankverkehr Rn 7.8; *Schädle*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht 89.

<sup>82</sup> The Role of CESR at „Level 3“ under the Lamfalussy Process of 4/2004, CESR/04-104b.

<sup>83</sup> S Stellungnahmen der FMA zur Bedeutung des CESR, abrufbar unter [fma.cms.apa.at/cms/site/DE/einzel.html?channel=CH0165](http://fma.cms.apa.at/cms/site/DE/einzel.html?channel=CH0165); Lamfalussy-Bericht (Fn 12) 46.

<sup>84</sup> *Ferran*, Building an EU Securities Market 104.

Marktteilnehmer richten.<sup>85</sup> Die Rechtsqualität dieser Maßnahmen ist wenig geklärt. Die bisherige Einschätzung der Literatur reicht von der absoluten Unverbindlichkeit der *recommendations* und *guidelines*<sup>86</sup> über eine faktisch rechtsetzende Leitfunktion<sup>87</sup> bis hin zu einem Vergleich mit Richtlinien nationaler Aufsichtsbehörden zur Konkretisierung von Rechtsbegriffen.<sup>88</sup>

### 3.3.3. Rechtliche und faktische Bindungswirkung

Diese Überlegungen sind der Präzisierung zugänglich. Im Einzelnen gilt es zu unterscheiden zwischen der Rechtsetzungscompetenz (3.3.3.1.), einer Bindungswirkung gegenüber den Marktteilnehmern, die ggf. zu einer *safe harbour rule* führt (3.3.3.2.) und der Bindungswirkung gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden (3.3.3.3.).

#### 3.3.3.1 Fehlende Rechtsetzungscompetenz

Im Unterschied zum WpHG ist in keiner Rahmen-RL 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 Vorgaben von Rahmen- und Durchführungsrichtlinien bzw. -verordnungen darf der CESR nicht hinausgehen.<sup>89</sup> Die Arbeiten des CESR auf der dritten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens werden konsequenterweise schon im Schlussbericht der Weisen als rechtlich unverbindlich eingestuft.<sup>90</sup> Dem entspricht auch die Selbsteinschätzung des CESR, der selbst klarstellt, dass es sich bei den *recommendations* um keinen Akt der Gesetzgebung handelt und kein nationaler Umsetzungsakt erforderlich ist.<sup>91</sup> Aus europäischer Perspektive folgen aus der dritten Stufe keine weiteren Rechtspflichten.<sup>92</sup>

#### 3.3.3.2 Keine Außenwirkung gegenüber Marktteilnehmern, insb *safe harbour rule*

Zudem verspricht der CESR den Marktteilnehmern eine *safe harbour rule*, soweit die *guidelines* bzw. *recommendations* eingehalten werden. Wörtlich heißt es: „*They should also be understood as a safe harbour to ensure that Investment firms, MTFs and regulated markets fulfil their respective obligations when following the proposed guidelines and recommendations.*”<sup>93</sup>

<sup>85</sup> Publication and Consolidation of MiFID Market Transparency Data of 2/2007, CESR/07-043, Ziff 1.14.

<sup>86</sup> *Duwe*, BB 2006, 2425 ff (2425); *Groß* in *Groß*, Kapitalmarktrecht § 4 WpPG Rn 21.

<sup>87</sup> *Ferran*, Building an EU Securities Market 100.

<sup>88</sup> *Kals* in *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre § 20 Rn 25, stellt auf einen Vergleich zu Regelungen des FMA sowie Richtlinien der BaFin nach § 35 Abs 6 WpHG ab.

<sup>89</sup> *Kals* in *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre § 20 Rn 25.

<sup>90</sup> Lamfalussy-Bericht (Fn 12) 47: „*Das Ergebnis dieser Arbeiten wäre nicht verbindlich, wengleich es zweifellos einen maßgeblichen Einfluss hätte.*“

<sup>91</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 I.9, 5.

<sup>92</sup> *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierter Richtlinien, 167 ff, spricht von der fehlenden Bindungswirkung. Zum deutschen Recht s Fn 81.

<sup>93</sup> CESR Publication and consolidation of MiFID Transparency Data of 2/2007, CESR/07-043, Ziff 1.10.

Eine solche *safe harbour rule* erscheint aber zu weitgehend. Nach deutschem Recht kann bei veröffentlichten Verwaltungsvorschriften unabhängig von den Voraussetzungen einer gleichheitsrechtlichen Bindung eine Selbstbindung kraft Vertrauensschutzes eintreten.<sup>94</sup> Allerdings gilt das nicht uneingeschränkt: Die Bindungswirkung ist stets durch die Rechtmäßigkeit der ständigen Verwaltungspraxis bzw der veröffentlichten Verwaltungsvorschriften begrenzt, da rechtswidrige Verwaltungsvorschriften regelmäßig nichtig sind.<sup>95</sup> Im Gegensatz zu dem missverständlichen Wortlaut des CESR können damit rechtswidrige Interpretationen des CESR keinen Vertrauensschutz zugunsten der Marktteilnehmer erzeugen. Diese Überlegungen werden durch das englische Recht bestätigt: Die *guidance* der FSA sind für die Normadressaten nicht bindend und erzeugen auch keine Wirkung auf die Beweislast in einem privatrechtlichen Rechtsstreit.<sup>96</sup>

### 3.3.3.3 Zum Umfang der Bindungswirkung gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden

Schließlich ist die Formulierung, in welchem Umfang die *recommendations* die nationalen Behörden binden, nicht sehr glücklich formuliert: „CESR Members will apply the guidelines in their day-to-day regulatory practices on a voluntary basis.“<sup>97</sup> Unklar bleibt, ob eine Befolungspflicht für die nationalen Aufsichtsbehörden existiert, oder ob diese die *guidelines* nur auf freiwilliger Basis befolgen müssen. In der Literatur wird zum Teil behauptet, die nationalen Mitgliedstaaten hätten sich verbindlich verpflichtet, die Empfehlungen des CESR in der täglichen Arbeit anzuwenden.<sup>98</sup> Dafür könnte sprechen, dass die im CESR vertretenen nationalen Aufsichtsbehörden sich einig sind, dass die Einhaltung der CESR Regeln zu einem rechtmäßigen Verhalten der Marktteilnehmer führt.<sup>99</sup> Formal ließe sich anfügen, dass die nationalen Behörden im CESR auf europäischer Ebene zusammenkommen und die dort entstandene Meinungsbildung auch den Mitgliedstaaten bindet.

So eindeutig ist das Ergebnis jedoch nicht, denn schon nach dem Wortlaut soll die Bindung nur „auf freiwilliger Basis“ erfolgen. Zudem fehlt es an einer eindeutigen Erklärung der Aufsichtsbehörden auf nationaler Ebene, die einen entsprechenden Bindungswillen erkennen lässt. Schließlich lässt sich auch nicht der Vorwurf widersprüchlichen Verhaltens<sup>100</sup> aufrechterhalten, wenn sich die nationale Aufsichtsbehörde dem Willen des CESR widersetzt. Weil das Mehrheitsprinzip gilt, kann sie nämlich ohne Weiteres auf europäischer Ebene überstimmt werden. Die fehlende Bindungswirkung entspricht auch der zZ herrschenden Ansicht der BaFin.<sup>101</sup> Im Ergebnis kommt damit ein Vergleich mit norminterpretierenden Verwaltungsvorschriften in Betracht, wie sie bei der Richtlinie nach § 37 Abs 6 WpHG<sup>102</sup> oder dem

<sup>94</sup> Vgl statt aller *Sachs* in Stelkens/Bonk/Sachs<sup>6</sup> § 40 VwVfG Rn 105 ff, 112.

<sup>95</sup> *Pietzcker*, NJW 1981, 2087, 2092; *Sachs* in Stelkens/Bonk/Sachs<sup>6</sup> § 40 VwVfG Rn 117 f.

<sup>96</sup> Zur Rechtsgrundlage nach s 157 (1) FSMA und der Bindungswirkung s *Threipland* in Blair, Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets Act 140; FSA, Reader's Guide 20.

<sup>97</sup> CESR Publication and consolidation of MiFID Transparency Data of 2/2007, CESR/07-43, Ziff. 1.13, 3.

<sup>98</sup> *Groß* in *Groß*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 4 WpPG Rn 21; ihm folgend *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierter Richtlinien 171.

<sup>99</sup> S oben Fn 93.

<sup>100</sup> Zu den engen Voraussetzungen des venire contra factum s *Palandt/Heinrichs*, BGB<sup>66</sup> § 242 Rn 55 ff.

<sup>101</sup> E-Mail-Auskunft eines Mitarbeiters der BaFin.

<sup>102</sup> *Möllers/Ganten*, ZGR 1998, 773, 805; *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, 729.

Emittentenleitfaden<sup>103</sup> bekannt sind. Die Empfehlungen des CESR sind damit keine rechtlich bindenden Pflichten. Sie schaffen aber auf tatsächlicher Ebene Standards, die sich über kurz oder lang durchsetzen können.

### 3.4. Englischsprachige Stellungnahmen der ESC und CESR und Demokratiedefizit

#### 3.4.1 Bedenken gegen die Verwendung des Englischen als ausschließliche Amtssprache

Stellungnahmen des ESC<sup>104</sup> und des CESR werden bisher ausschließlich in englischer Sprache publiziert und nicht in die anderen Amtssprachen der EU übersetzt.<sup>105</sup> Die Stellungnahmen der ESC und CESR auf Level 2 sind Teil des Gesetzgebungsverfahrens für das Tertiärrecht.<sup>106</sup> Die *recommendations* des CESR auf der dritten Stufe wenden sich direkt an die Marktteilnehmer. Da die Marktteilnehmer sich am Gesetzgebungsverfahren beteiligen können und sollen, sind sie gezwungen, in englischer Sprache zu kommunizieren. Damit wird vorausgesetzt, dass alle diese Marktteilnehmer der englischen Sprache mächtig sind. Die Transparenz des Verfahrens wird damit für diejenigen Marktteilnehmer eingeschränkt, die nicht über die entsprechende Sprachkompetenz oder Übersetzungsbüros verfügen. In der politischen Diskussion finden sich folglich Stimmen, die die ausschließliche Verwendung der englischen Sprache kritisieren.<sup>107</sup> Nimmt man die oben genannte<sup>108</sup> Transparenz ernst, sind diese Überlegungen nicht von der Hand zu weisen. Neben diesen formalen Bedenken ändert sich aber auch die Rechtsetzung inhaltlich. Aufgrund der Dominanz der englischen Sprache werden die verwendeten Begriffe mit dem historischen und teleologischen Vorverständnis des englischen Rechts verwendet.<sup>109</sup>

Dieser Einwand ist nicht etwa theoretischer Natur, sondern zeigt sich sehr deutlich schon an den eingangs eingeführten Begrifflichkeiten: die *standards*, *recommendations* und *guidelines* des CESR orientieren sich schon stark an den gleichlautenden Rechtsbegriffen, welche die englische Wertpapieraufsichtsbehörde (Financial Service Authority – FSA) in ihren Financial Services and Markets Act (FSMA 2002) verwendet.<sup>110</sup> Ob eine autonome Auslegung des eu-

<sup>103</sup> Möllers, WM 2005, 1393, 1396; Lenz/Ritz, WM 2000, 904, 909: „Informationsquelle und Orientierungshilfe“; gegen einen bindenden Charakter der Bekanntmachungen auch Kullmann/Müller-Deku, WM 1996, 1989.

<sup>104</sup> Aus diesem Grund werden in diesem Beitrag die beiden Ausschüsse und ihre Verlautbarungen auch überwiegend mit den englischsprachigen Begriffen verwendet.

<sup>105</sup> S hierzu die Webseiten der beiden Organisationen in den Fn 33 und Fn 40.

<sup>106</sup> S hierzu die Beispiele unter 3.2.

<sup>107</sup> Wiedergegeben in MiFID Consumer Day of 22.3.2005, CESR/05-350, 1: „However, on a practical level, the need for translations from English to national languages was mentioned as a factor which represents an obstacle to their active participation.“

<sup>108</sup> S oben 2.2.3.

<sup>109</sup> Mutschler, Internationalisierung der Auftragsausführung im Wertpapierhandel, 159; vorher schon Flessner, JZ 2002, 14, 22.

<sup>110</sup> *Threipland* in Blair, Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets Act 140; FSA, Reader's Guide 20; *Schädle*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht 76 f. S auch oben Fn 96. Ähnlich stark ist der Einfluss des Londoner City Code on Takeovers and Mergers auf die Takeover Bids-RL (13. Gesellschafts-RL) 2004/25/EG v. 21.4.2004, ABI 2004 L 142/12 und das WpÜG. Hierzu *Roskopf*, Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien (2000); *Hirte* in KK-WpÜG (2003) Einl Rn 72 ff.

ropäischen Rechts, also eine Auslegung, die unabhängig von dem Vorverständnis eines Mitgliedstaates vorzunehmen ist, wie sie der EuGH in ständiger Rechtsprechung fordert,<sup>111</sup> dann wirklich noch gelingt, erscheint zweifelhaft.

### 3.4.2 Übersetzungspflicht bei Verlautbarungen gegenüber einem unbestimmten Unionspublikum

Die Verlautbarungen des CESR auf Stufe 3 haben das Ziel, Begriffe zu konkretisieren. Im Lamfalussy-Bericht<sup>112</sup>, den Komitologie-Beschlüssen oder der Charter des CESR<sup>113</sup> findet man zum Sprachenregime nichts. Nach Art 290 EG wird die Sprachenfrage einstimmig durch den Rat bestimmt. Die Regelung umfasst den internen Gebrauch als Arbeitssprache sowie die Verwendung im externen Verkehr als Amtssprache.<sup>114</sup> Es existiert zwar ein ungeschriebener Rechtsgrundsatz des primären Gemeinschaftsrechts, dass der Bürger die ihn betreffenden Rechtsakten in der Sprache seines Mitgliedstaates zur Kenntnis nehmen können muss.<sup>115</sup> Bei den Verlautbarungen des CESR auf Stufe 2 und 3 liegt aber eine unmittelbare Betroffenheit des Bürgers nicht vor, weil die Dokumente der zweiten und dritten Stufe, wie gesehen, keine Rechtswirkungen entfalten. In der Literatur wird eine Übersetzung auch für nicht rechtsverbindliche Schriftstücke gefordert, wenn sich diese an ein unbestimmtes Unionspublikum wenden.<sup>116</sup> Die Verlautbarungen auf Stufe 3 haben ein hohes Maß an faktischer Bindungswirkung. Ähnlich wie die richtlinienkonforme Auslegung kann dann der europäische Rechtstext der *recommendations* bei der Anwendung durch die nationale Aufsichtsbehörde auf den unbestimmten Rechtsbegriff einwirken. Dies kann ohne Weiteres zu Belastungen des Adressaten führen.<sup>117</sup>

### 3.4.3 Rechtsgrundlage und Veröffentlichungspflicht durch die Mitgliedstaaten

Trotzdem scheint die Forderung der Literatur, die Verlautbarungen zu übersetzen, als zu weitgehend, weil damit die Überlegungen nicht berücksichtigt werden, die für die Verwendung des Englischen als einziger Amtssprache sprechen. Schon rein faktisch erzwingt die Dominanz der Börsen in New York und London<sup>118</sup> im Kapitalmarktrecht das Englische als Arbeitssprache.<sup>119</sup> Die Beschränkung auf eine Sprache kann für die meisten Marktteilnehmer auch die Rechtsdiskussion erleichtern und ermöglicht schnelles Handeln. Schließlich fördert

<sup>111</sup> EuGH 19.9.2000, Rs 287/98, Slg 2000, I-6917 Rn 43 – *Linster*; EuGH 27.1.2005, Rs C-188/03, Slg 2005, I-885 Rn 29, 33 – *Junk*; *Riesenhuber* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre § 11 Rn 7; *Stotz* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre § 22 Rn 18.

<sup>112</sup> Fn 12.

<sup>113</sup> Charter of the CESR of 10/2006, CESR/06-289c (Fn 38); ebenso schweigt der Beschluss 2001/527/EG zur Einsetzung des CESR (Fn 36).

<sup>114</sup> Art 1 VO Nr 1 v. 15.4.1958, ABl 1958 L 17/385.

<sup>115</sup> *Luttermann/Luttermann*, JZ 2004, 1002, 1006; *Wichard* in Callies/Ruffert, EUV/EGV Art 290 Rn 3; s auch EuGH 25.1.1979, Rs 98/78, Slg 1979, 69 Rn 15 – *Racke*.

<sup>116</sup> *Wichard* in Callies/Ruffert, EUV/EGV Art 290 Rn 13, allerdings ohne Begründung; s auch *Bruha* in Bruha/Seeler, Die europäische Union und ihre Sprache 83, 86.

<sup>117</sup> Etwa wenn für die Unverzüglichkeit der Wochenendbereitschaftsdienst gefordert würde, s *Möllers* in FS Horn, 473 ff.

<sup>118</sup> The Economist September 15th, 2007, Special Report on Financial centres p 16.

<sup>119</sup> Zur noch nicht verwirklichten einheitlichen Plattform für kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten s *Möllers*, 4 ECFR 173, 177 ff. Zur Frage einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ s unten Fn 135.

eine einzige Sprache auch die Effizienz der Arbeit, so dass im Grundsatz nichts dagegen einzuwenden ist, wenn sich die Kommission intern auf wenige Arbeitssprachen beschränkt.<sup>120</sup> Das Lamfalussy-Verfahren ist allerdings nicht ein internes Verfahren einer Behörde oder Institution. Inzwischen hat aber etwa der Rat für die Gemeinschaftsmarke die 23 Amtssprachen auf Deutsch, Englisch, Französisch und Spanisch reduziert.<sup>121</sup> Der EuGH hat dies gebilligt, weil der Bürger keinen Anspruch darauf habe, „*dass alles, was seine Interessen berühren könnte, unter allen Umständen in seiner Sprache verfasst sein müsste*“.<sup>122</sup>

Im Sinne einer vermittelnden Ansicht könnte man eine verfahrensrechtliche Lösung mit zwei Vorgaben favorisieren: Die Wesentlichkeitstheorie verlangt, dass alle wichtigen Entscheidungen durch den Gesetzgeber getroffen werden; Transparenz durch Verfahren erfordert die Partizipation der Bürger am Gesetzgebungsverfahren.<sup>123</sup> Es erscheint sachgerecht und erforderlich, dass erstens der Rat die Verwendung nur einer einzigen Amtssprache für ESC und CESR verbindlich und eindeutig durch ein europäisches Gesetz regelt, also in einer Richtlinie und praktischerweise möglichst in den einschlägigen Rahmenrichtlinien der ersten Stufe. Um dem Rechtsstaatsgebot gerecht zu werden, sollten dieselben Grundsätze gelten, die der EuGH bei der Umsetzung der Richtlinie verlangt, nämlich dass sie so „*klar und eindeutig umgesetzt werden, dass der Bürger seine Rechte unschwer erkennen kann*“.<sup>124</sup> Deshalb sollten zweitens die nationalen Behörden verpflichtet sein, diejenigen Regeln in eigenen nationalen Verlautbarungen zu veröffentlichen, die sie auf freiwilliger Basis anwenden. Weil es sich bei Verlautbarungen der Stufe drei um nicht verbindliches Recht handelt, müssen diese, anders als bei den europäischen Richtlinien<sup>125</sup>, aber nicht durch Gesetze oder Richtlinien umgesetzt werden, sondern nur durch das *soft law* der BaFin<sup>126</sup>.

## 4. Die Auslegungskompetenz bei Generalklauseln und unbestimmten Rechtsbegriffen im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens

### 4.1. Fehlende Konkretisierungen auf der zweiten und dritten Ebene

Trotz der Verlautbarungen des CESR auf der 2. und 3. Stufe verbleiben weiter zahlreiche Regelungslücken und unbestimmte Rechtsbegriffe. Bei der praktischen Arbeit ergeben sich damit weiterhin Unklarheiten, wie bestimmte Begriffe ausgelegt und damit angewendet wer-

<sup>120</sup> Zum Englischen, Französischen und Deutschen als Arbeitssprache s. *Herrmann* in Streinz, EUV/EGV Art 290 EGV Rn 21.

<sup>121</sup> Art 115 f. GemeinschaftsmarkenVO Nr 40/94 v. 20.12.1993, ABl 1993 L 40/1.

<sup>122</sup> EuGH 9.3.2001, Rs C-361/01P, Slg 2003, I-8283 Rn 82 – *Kiki/Harmonisierungsamt für den Binnenmarkt*.

<sup>123</sup> S. oben 2.2.3.

<sup>124</sup> EuGH 18.1.2001, Rs C-162/99, Slg 2001, I-541 Rn 22 – *Kommission/Italien*: „(. . .) müssen die Mitgliedstaaten, um die volle Anwendung des Gemeinschaftsrechts zu gewährleisten (. . .) eine so bestimmte, klare und transparente Lage schaffen, dass der Einzelne seine Rechte in vollem Umfang erkennen und sich vor den nationalen Gerichten auf sie berufen kann“; vorher auch schon EuGH 23.5.1985, Rs 29/84, Slg 1985, 1661 Rn 23 – *Kommission/Deutschland*.

<sup>125</sup> EuGH 6.5.1980, Rs 102/79, Slg 1980, 1473 Rn 11 – *Kommission/Belgien*; EuGH 30.5.1991, Rs C-361/88, Slg 1991, I-2567 Rn 15 ff – *TA-Luft*.

<sup>126</sup> Wie etwa dem Emittentenleitfaden, s. oben Fn 67.

den. 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 DurchführungsRL noch in guidelines des CESR. Damit bleibt offen, ob etwa die Verpflichtung besteht, auch am Wochenende Ad-hoc-Mitteilungen zu veröffentlichen.<sup>127</sup> 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>128</sup> Nicht geklärt ist, wann eine Information „hinreichend wahrscheinlich“ ist, um zu einer Insiderinformation zu werden.<sup>129</sup> Besonders umstritten ist, ob geschlossene Fonds unter den Wertpapierbegriff der MiFID fallen, wenn diese handelbar sind.<sup>130</sup> Während das BMF dies ablehnt<sup>131</sup>, wird dies von der überwiegen- den Literatur<sup>132</sup> und den Verbänden<sup>133</sup> bejaht, weil schon der Wortlaut für eine Einbeziehung spricht. Die Beispiele ließen sich beliebig fortsetzen.<sup>134</sup> Die BaFin ist der Meinung, der Wort- laut sei unklar und deshalb sei sie zur Konkretisierung des Begriffs befugt.<sup>135</sup>

Die Frage, in welchem Umfang die nationalen Gerichte oder aber der EuGH unbestimmte Rechtsbegriffe konkretisieren dürfen, ist heftig umstritten. Während man ursprünglich dem EuGH eine ausschließliche Konkretisierungskompetenz zusprach<sup>136</sup> oder aber eine solche ve- hement verneinte<sup>137</sup>, lehnt eine neuere Ansicht diese generelle Zuweisung ab und möchte die in dem jeweiligen Rechtsakt im Einzelfall intendierte Rechtsangleichung als Maßstab für die jeweilige Konkretisierungskompetenz heranziehen.<sup>138</sup> Auch der EuGH hat in zwei jüngeren Entscheidungen eine solche differenzierendere Haltung eingenommen.<sup>139</sup>

<sup>127</sup> Möllers, in: FS Horn 473 ff.

<sup>128</sup> Möllers, NZG 2005, 459 ff.

<sup>129</sup> Fleischer, NZG 2007, 401, 406 zu OLG Stuttgart 15.2.2007, WM 2007, 585 – Schrempf.

<sup>130</sup> Art 4 Nr 18 MiFID (Fn 25) 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>131</sup> Staatssekretärin des BMF Hendricks auf eine Anfrage des Finanzausschusses v. 21.6.2006; Begr RegE BT- Drs 16/4028, 54.

<sup>132</sup> Möllers/Weichert/Wenninger, Öffentliche Stellungnahme als Sachverständiger vor dem Bundestag zum Ge- setzentwurf der Bundesregierung „Finanzmarkt-Richtlinien-Umsetzungsgesetz“ (FRUG, BT-Drs 16/4028 und 16/4037), Finanzausschuss, Protokoll 16/51, 165, 170 ff; Schäfer in Schäfer/Hamann, Kapitalmarkt- gesetz<sup>2</sup> § 2 WpHG Rn 9; Vollhard/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>133</sup> DAV 10/2006, Stellungnahme zum Regierungsentwurf des FRUG, Ziff 1, NZG 2006, 935.

<sup>134</sup> Diskutiert wird, ob eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ im Sinne von Art 19 Prospekt-RL auch die deutsche Sprache sein kann, Mattill/Möslein, WM 2007, 819, 821.

<sup>135</sup> Der frühere Mitarbeiter der BaFin betont allerdings, in seinem Aufsatz nur seine private Meinung wieder- zugeben, s Voß, BKR 2007, 45, 48.

<sup>136</sup> Für die Kompetenz des EuGH Steindorff in FS Everling, 1995, 1455 f Fn 15; Basedow in FS Brander 675, 680; Grundmann, Europäisches Schuldvertragsrecht, 2.10 Rn 7, 19; Remien, ZEuP 1994, 34, 58 f; ders, RabelsZ 66 (2002), 503, 517 ff, 528.

<sup>137</sup> W.-H. Roth in FS Drobnig 135, 142; Franzen, Privatrechtsangleichung 542 f; Gebauer, Grundfragen der Europäisierung des Privatrechts 228 f; Canaris, EuZW 1994, 417.

<sup>138</sup> Röthel in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre § 12 Rn 12.

<sup>139</sup> EuGH 27.6.2000, Rs C-240/98 – C-244/98, Slg 2000, I-4941 – *Océano Grupo*; EuGH 1.4.2001, Rs C-237/02, Slg 2004, I-2404 – *Freiburger Kommunalbauten GmbH Baugesellschaft & Co. KG*.

#### 4.2. Die verbleibende Regelungskompetenz des nationalen Gesetzgebers für Bereiche, die nicht von den Rahmenrichtlinien umfasst sind

Die Regelungskompetenz steht dem Mitgliedstaat etwa dann zu, wenn die europäische Richtlinie ausdrücklich auf das nationale Recht verweist.<sup>140</sup> Unstrittig wird man auch die Regelungs- und damit auch die Konkretisierungskompetenz dem Mitgliedstaat für Bereiche einräumen, die von der Richtlinie nicht erfasst wurden. Im Einzelnen ist jeweils zu klären, ob die Richtlinie abschließend ein Rechtsgebiet regelt oder nicht. 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. Die MAD verbietet etwa die Marktpreismanipulation für geregelte Märkte.<sup>141</sup> Der Freiverkehr gehört nicht zu den geregelten Märkten. Deshalb durfte der deutsche Gesetzgeber das Verbot von Insidergeschäften (§ 12 S 1 Nr 2 WpHG)<sup>142</sup> und der Marktpreismanipulation (§ 20a Abs 1 S 2 Nr 1 WpHG)<sup>143</sup> auch auf den Freiverkehr anwenden, ohne an die Vorgaben der MAD gebunden zu sein. Oder Art 19 MiFID strukturiert 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 Vermögensberatung<sup>144</sup> 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>145</sup> Oder die Rechtsprechung hat wiederholt die Pflicht zur nachträglichen Berichtigung von Informationen und Auskünften statuiert, wenn besonderes Vertrauen in Anspruch genommen wurde.<sup>146</sup> In allen diesen Fällen werden die Rechtspflichten nicht von Art 19 Abs 4, 5 MiFID umfasst.<sup>147</sup>

<sup>140</sup> EuGH 27.1.2005, Rs C-188/03, Slg 2005, I-885 Rn 29 – *Junk*; *Riesenhuber* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre § 11 Rn 9 ff.

<sup>141</sup> Art 1 Ziff 4 MAD (Fn 23).

<sup>142</sup> S *Schwark* in Schwark, KMRK § 12 Rn 3.

<sup>143</sup> *Mock/Stoll/Eufinger* in KK-WpHG § 20a Rn 41 ff, 122.

<sup>144</sup> Ausführlich *Möllers*, Konkludente Zweitberatung, Vermögensbetreuung und graue Vermögensverwaltung, WM 2008 (im Erscheinen); *Balzer*, Vermögensverwaltung in Welter/Lang, Handbuch der Informationspflichten im Bankverkehr Rn 9.2.; *Roll*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute 33. Von Vermögensbetreuung sprechen *Horn*, Anlageberatung, in: Bankrecht und Bankpraxis (BuB), Stand: 9.01 Rn 7/1274; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung 29.

<sup>145</sup> *Balzer*, Vermögensverwaltung, in Welter/Lang, Handbuch der Informationspflichten im Bankverkehr Rn 9.2.; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung 29; *Balzer*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute 17 f; *Horn*, Sorgfaltpflichten bei der Vermögensverwaltung, in Horn/Schimansky, Bankrecht 265, 266; *Roll*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute 33; *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken 105.

<sup>146</sup> *Kübler*, ZHR 145 (1981) 204, 216.

<sup>147</sup> S auch Erwägungsgrund 37 der MiFID (Fn 25): „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.“

### 4.3. Zur Konkretisierungskompetenz im Anwendungsbereich von Rahmenrichtlinien des Lamfalussy-Verfahrens

#### 4.3.1 Zum Meinungsstreit

Deutlich komplizierter liegen aber die oben genannten Fälle, in denen vom Wortlaut die Rahmen-RL einschlägig ist, aber der unbestimmte Rechtsbegriff eine Konkretisierung erfordert. In der Literatur wurde behauptet, wenn der Wortlaut der Richtlinie unklar sei, sei der Mitgliedstaat zur Konkretisierung des unbestimmten Rechtsbegriffs befugt.<sup>148</sup> Dafür könnte sprechen, dass jüngst auch der EuGH in der Rs *Freiburger Kommunalbauten* es dem nationalen Gericht überlassen hatte, bei der Auslegung von allgemeinen Geschäftsbedingungen eines Werkvertrages die Missbräuchlichkeit der Klausel zu prüfen.<sup>149</sup> Auch der Wortlaut der MAD scheint für eine Konkretisierungskompetenz der Mitgliedstaaten zu sprechen, denn er erlaubt den nationalen Aufsichtsbehörden als zuständigen Stellen, „Orientierungshilfen zu den in der Richtlinie geregelten Fragen herauszugeben (. . .). Diese Orientierungshilfen sollten mit der Richtlinie und den nach dem Ausschussverfahren erlassenen Durchführungsmaßnahmen in Einklang stehen.“<sup>150</sup>

#### 4.3.2 Abschließender Charakter der Vollharmonisierung und fehlende Konkretisierungskompetenz des Mitgliedstaates

Allerdings erscheint diese Ansicht doch höchst zweifelhaft, steht sie doch im diametralen Widerspruch zur Zielsetzung des Lamfalussy-Verfahrens. Dieses kennt, wie dargestellt, zwei Stufen der Rechtsetzung und die dritte Stufe zur Auslegung und Konkretisierung der ersten zwei Rechtsquellen.

Zwar wird der Begriff Vollharmonisierung an keiner Stelle erwähnt. Allerdings finden sich im Gegensatz zu den früheren Richtlinien keine Mindestklauseln mehr in den Rahmenrichtlinien.<sup>151</sup> Zudem sprechen einige Formulierungen eindeutig für eine Vollharmonisierung, wie 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>152</sup> Folglich wird bei der MiFID<sup>153</sup> und der Prospekt-RL<sup>154</sup> von einer Vollharmonisierung gesprochen. Für eine Vollharmonisierung bei der MAD spricht, dass die MAD nur in bestimmten Einzelfragen die Mitgliedstaaten zu strengem

<sup>148</sup> Fn 135, allerdings ohne weitere Begründung.

<sup>149</sup> EuGH 1.4.2001, Rs C-237/02, Slg 2004, I-2404 Rn 22 – *Freiburger Kommunalbauten GmbH Baugesellschaft & Co. KG*: „Dagegen kann er sich nicht zur Anwendung dieser allgemeinen Kriterien auf eine bestimmte Klausel äußern, die anhand der Umstände des konkreten Falls zu prüfen ist.“

<sup>150</sup> Erwägungsgrund 21 MAD (Fn 23).

<sup>151</sup> Nur die Transparenz-RL unterscheidet zwischen Voll- und Mindestharmonisierung. Der Herkunfts-, nicht aber der Aufnahmestaat darf strengeres Recht erlassen, s Art 3 Abs 1 und Abs 2 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-RL), ABl 2001 L 390/38.

<sup>152</sup> Art 31 Abs 1 Ua 2; s auch Art 32 Abs 2, 33 Abs 2 MiFID (Fn 25).

<sup>153</sup> Möllers in FS Horn 473, 485; Buchmann, Umsetzung vollharmonisierter Richtlinien 95; Weichert/Wenninger, WM 2007, 627 ff.

<sup>154</sup> Ferran, Building an EU Securities Market 138 ff.

Recht ermächtigt.<sup>155</sup> Zudem verweisen alle vier Rahmenrichtlinien in ihren Erwägungsgründen ausdrücklich auf das Lamfalussy-Verfahren.<sup>156</sup> Mit diesem Verfahren ist das Ziel verbunden, eine einheitliche Gesetzgebung und Rechtsanwendung sicherzustellen.<sup>157</sup> Ganz ohne Zweifel haben die 3 Stufen des Lamfalussy-Verfahrens zu einer deutlichen Regelungs-dichte geführt, so dass von einer Vollharmonisierung des neuen Rechts auszugehen ist.<sup>158</sup> Dieses Ergebnis wird bestätigt, wenn man die Freiburger Kommunalbauten-Entscheidung in den Kontext des Vertragsrechts einordnet: Weil das Werkvertragsrecht auf europäischer Ebene nicht harmonisiert ist, ist es geradezu zwingend, dass der EuGH dem nationalen Richter die Auslegungskompetenz überlässt, weil nur dieser das grobe Missverhältnis der AGBs mit gesetzlichen Besonderheiten seiner Rechtsordnung feststellen kann. Soweit der EuGH allerdings die Missbräuchlichkeit selbst feststellen kann, tut er dies auch.<sup>159</sup>

Im krassen Unterschied zur fehlenden Harmonisierung des Werkvertragsrechts wurde mit dem Lamfalussy-Verfahren aber eine umfangreiche Harmonisierung eingeführt. Man wird deshalb auch den Erwägungsgrund 37 der MAD einschränkend so zu lesen haben, dass Orientierungshilfen mit den europäischen Vorgaben, insbesondere auf Level 3, nicht nur übereinstimmen sollen, sondern *müssen*. Dies würde dann mit der oben aufgestellten Forderung übereinstimmen, die Verlautbarungen der Stufe 3 auch auf nationaler Ebene zu veröffentlichen, soweit die nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden diese anwenden möchten.<sup>160</sup>

#### 4.3.3 Konsequenzen der Vollharmonisierung – Vorabentscheidungsverfahren und Mediationsverfahren des CESR

Die starke Konkretisierung des Kapitalmarktrechts hin zu einer Vollharmonisierung hätte dann zweierlei Konsequenzen: Während man früher recht beherrzt die unbestimmten Rechtsbegriffe konkretisierte<sup>161</sup>, müsste die nationale Aufsichtsbehörde nun die drei Regelungsbe-

<sup>155</sup> S etwa Art 6 Abs 2 S 2, 11 Abs 2 S 2, 19 MAD. Ausdrücklich für eine Vollharmonisierung *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts 85; *Möllers* in FS Horn 473, 485.

<sup>156</sup> Erwägungsgründe 4–7 der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchs-RL oder Market Abuse Directive – MAD), ABl 2003 L 96/16; 4–9 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-RL), ABl 2001 L 345/64; 64–67 MiFID (Fn 25); 30–33 Transparenz-RL (Fn 151).

<sup>157</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte v. 15.2.2001, abrufbar unter: [www.thomas-moellers.de/materialien](http://www.thomas-moellers.de/materialien)) 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>158</sup> S weiterführend jetzt *Möllers*, Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre am Beispiel des Lamfalussy-Verfahrens, ZEU 2008, (im Erscheinen).

<sup>159</sup> So deutlich EuGH 27.6.2000, Rs C-240/98 – C-244/98, Slg 2000, I-4941 Rn 26 – *Océano Grupo*; EuGH 1.4.2001, Rs C-237/02, Slg 2004, I-2404 Rn 22 f – *Freiburger Kommunalbauten GmbH Baugesellschaft & Co. KG* 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. Daher 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>160</sup> S oben 3.4.3.

<sup>161</sup> Etwa im Emittentenleitfaden (Fn 67).

nen des Lamfalussy-Verfahrens beachten. Mit der ausdrücklichen Auslegungskompetenz auf der europäischen Ebene wäre dann grundsätzlich auch jegliche Form von Konkretisierungskompetenz auf nationaler Ebene 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, der letztlich die Auslegungsfragen zu klären hat.<sup>162</sup>

Die von einer Literaturstimme behauptete und wohl auch von der Bundesregierung geteilte Ansicht, soweit der Wortlaut unklar sei, sei der Mitgliedstaat zur Konkretisierung des Begriffs befugt<sup>163</sup>, ist nur schwer nachvollziehbar. Es ist vielmehr zu erwarten, dass der EuGH die handelbaren Anteile<sup>164</sup> geschlossener Fonds als Wertpapiere im Sinne von Art 4 Nr 18 MiFID ansieht und darüber hinaus auch der CESR einen entsprechenden Verstoß feststellen wird.<sup>165</sup> Wenn das deutsche Parlament sich weigert, europarechtliche Vorgaben umzusetzen, ist schließlich auch die Gefahr eines europarechtlichen Staatshaftungsanspruchs nicht von der Hand zu weisen.<sup>166</sup>

Darüber hinaus lassen sich aber auch Kooperationspflichten der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörde mit dem CESR denken. Schon jetzt sieht der 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>167</sup> Zudem besteht ein *mediation mechanism*, um die Überwachung des Kapitalmarktrechts sicherzustellen.<sup>168</sup> Dieser gilt vorrangig, wenn die Mitgliedstaaten sich untereinander weigern, sich entsprechende Informationen zukommen zu lassen.<sup>169</sup>

Das Mediationsverfahren ist 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 für ungeklärte Fragen der Normen der ersten und zweiten Stufe ein Befassungsrecht oder noch besser eine Befassungspflicht des CESR festlegen würde: Bevor ein Mitglied berechtigt ist, eigene Konkretisierungen im Anwendungsbereich einer Richtlinie der ersten oder zweiten Stufe durchzuführen, hat es die Rechtsfragen zu unbestimmten Rechtsbegriffen und Lücken dem CESR vorzutragen, der zu einer Klärung beitragen kann. Nur auf diese Weise ist die einheitliche Anwendung in allen 27 Mitgliedstaaten gewährleistet.

<sup>162</sup> Zur Insider-RL (Fn 7) etwa EuGH 22.1.2005, Rs C-384/02, Slg 2005, I-9939 – *Grongaard und Bang*.

<sup>163</sup> Fn 135.

<sup>164</sup> Ein Handel von mehr als 600 geschlossenen Fonds findet zB bei der Hamburger Fondsbörse statt.

<sup>165</sup> Interessanterweise haben CESR und ESC schon die Wertpapiereigenschaft von geschlossenen Fonds für die UCITS-RL 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>166</sup> *Möllers/Weichert/Wenninger*, Öffentliche Stellungnahme als Sachverständiger vor dem Bundestag zum FRUG, Finanzausschuss, Protokoll Nr 16/51, 165, 177; DAV v. 10/2006, Stellungnahme zum Regierungsentwurf des FRUG, Ziff 1, NZG 2006, 935. Zu einer ähnlichen Problematik nach dem bisherigen § 34b WpHG s *Möllers* in KK-WpHG, § 34b Rn 43.

<sup>167</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-RL CESR of 6/2007, CESR/07-334.

<sup>168</sup> Charter of the CESR of 10/2006, CESR/06-289c, Ziff 4.4.

<sup>169</sup> Vgl etwa Art 16 Abs 2, 4 MAD (Fn 23); 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.

## 5. Bewertung und Ausblick

### 5.1 Bestandsaufnahme des Lamfalussy-Verfahrens

Das europäische Kapitalmarktrecht steht unter der Ägide ökonomischer Überlegungen,<sup>170</sup> so dass durchaus gefragt werden muss, ob auch das Lamfalussy-Verfahren ökonomisch effizient ist. Das Subsidiaritätsprinzip des Art 5 Abs 2 EG verlangt, dass die Maßnahmen auf europäischer Ebene erforderlich sind und diese nicht ausreichend auf der Ebene der Mitgliedstaaten gelöst werden können. Dies spräche für einen Systemwettbewerb.<sup>171</sup> Ein solcher Wettbewerb der Rechtsordnungen, wie er jüngst vom EuGH zur englischen Ltd ausgelöst wurde,<sup>172</sup> erlaubt flexible Lösungen und einen Wettbewerb zum besseren Recht („*race to the top*“).<sup>173</sup> Zudem wird der Versteinerungsproblematik entgegengetreten, die dadurch entsteht, dass ein mühsam auf europäischer Ebene ausgehandelter Kompromiss nur schwer wieder geändert werden kann.<sup>174</sup>

Die Mindestharmonisierung, wie sie in der Vergangenheit bestand, kann aus ökonomischer Perspektive kaum als erfolgreich beschrieben werden. Zwar lässt sich einwenden, dass eine Harmonisierung, wenngleich auch nur auf einem bestimmten Mindestniveau, zu einer Vereinheitlichung des Rechts und damit wiederum zu niedrigeren Transaktionskosten führt. Allerdings wird die Harmonisierung konterkariert, wenn im Zweifel alle 27 Mitgliedstaaten über das Mindestniveau in unterschiedlicher Weise hinausgehen. Dann existiert neben dem harmonisierten europäischen Recht nationales Recht weiter. Diese Zweispurigkeit verdoppelt und verkompliziert das Recht,<sup>175</sup> so dass man im Ergebnis von höheren statt von geringeren Transaktionskosten ausgehen muss. Hinzu kommt, dass unbestimmte Rechtsbegriffe zu unterschiedlichen Auslegungen führen, wie dies eben gezeigt wurde. Nicht von ungefähr wurde im Lamfalussy-Bericht gerade auch darauf hingewiesen.<sup>176</sup>

Bei einem Systemwettbewerb besteht aber auch die Gefahr hin zum niedrigsten statt dem höchsten Standard („*race to the bottom*“), wie es im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht mit dem „Delaware“-Effekt unterstellt wird.<sup>177</sup> Wählt man statt der Mindest- die Vollharmonisierung, vermeidet man Unstimmigkeiten und Systembrüche und reduziert die Transaktionskosten.<sup>178</sup> Denn so lassen sich besser Probleme wie *Principal Agent*, Marktversagen und Verant-

<sup>170</sup> S vertiefend jüngst Möllers, Effizienz im Kapitalmarktrecht, AcP 208 (2008), 1 ff.

<sup>171</sup> Mussler in Streit/Wohlgemuth, Systemwettbewerb als Integrationsstrategie als Herausforderung an Politik und Theorie 71 ff; Rohe, RabelsZ 61 (1997), 1, 60; Grundmann, ZGR 2001, 784 ff; Müller, Systemwettbewerb, Harmonisierung und Wettbewerbsverzerrung 23 ff.

<sup>172</sup> EuGH 30.9.2003, Rs C-167/01, Slg 2003, I-10155 – *Inspire Art*.

<sup>173</sup> Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 214; Romano, 8 Cardozo L.Rev. 709, 752 (1978); Winter, 6 J.Leg.Stud. 251 (1987); im deutschen Recht Lutter, ZGR 2000, 1, 8 ff; Taupitz, JZ 1993, 533, 537; Kern, Überseering – Rechtsangleichung und gegenseitige Anerkennung 50 ff.

<sup>174</sup> Kötz, RabelsZ 50 (1996), 1, 11; Möllers, Die Rolle des Rechts im Rahmen der europäischen Integration 53.

<sup>175</sup> Möllers, Die Rolle des Rechts im Rahmen der europäischen Integration 15. AA Hertig, 14 Int'l Rev. L. & Econ. 177 (1994).

<sup>176</sup> Der Lamfalussy-Bericht (Fn 12) 21 spricht von Zweideutigkeiten.

<sup>177</sup> Merkt, RabelsZ 59 (1995), 545, 549; Charny, 32 Harv.Int'l L. J. 424, 428 (1991); Cary, 83 Yale L. J. 663, 668 ff (1974).

<sup>178</sup> Joerges, 3 ERPL 175, 184 ff (1995); W. H. Roth in FS Drobnig 135, 136; Kieninger, Wettbewerb der Privatrechtsordnungen im Europäischen Binnenmarkt 58 ff, 172 f.

wortlichkeit des Staates für eine funktionierende Volkswirtschaft lösen.<sup>179</sup> Zahlreiche Studien bestätigen die Einschätzung, dass die Harmonisierung europäischer Finanzmärkte deutliche Wachstumsgewinne mit sich bringen wird.<sup>180</sup>

Das Lamfalussy-Verfahren hat die bisher zerstreuten älteren Richtlinien zu vier neuen Rahmenrichtlinien zusammengefasst und damit zu einer Systematisierung beigetragen. Auch die zweite und dritte Stufe des Lamfalussy-Verfahrens haben die einzelnen Pflichten weiter konkretisiert und verdichtet. Die Präzisierung der einzelnen Pflichten, wie etwa die Aufgaben der Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder der Hinweis auf Interessenkollisionen durch Finanzanalysten auf europäischer Ebene, ist zu begrüßen, weil dadurch die Gefahr einer unterschiedlichen Auslegung in den verschiedenen Mitgliedstaaten deutlich reduziert wird. 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 – unverbindliches Verwaltungsinnenrecht reicht zur Umsetzung der europäischen Richtlinien gerade nicht.<sup>181</sup> Erst diese *Klarstellung und Konkretisierung* ermöglicht die gewünschte Rechtsangleichung und reduziert die Transaktionskosten.

Die gewollte Verdichtung und Konkretisierung führt allerdings auch zu einer – wenn auch vereinheitlichten – Komplexität: Auf nationaler Ebene kannte man bisher schon Gesetze, Rechtsverordnungen und das *soft law* der BaFin. Hinzu kommen jetzt die Rahmenrichtlinien, Durchführungsrichtlinien und die *recommendations* und *guidelines* der dritten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens. Damit hat man jetzt sechs verschiedene Rechtsebenen zu beachten. Zu Recht bemängelt *Kals* die Komplexität des Regelungsgeflechts und den Stückwerkcharakter der einzelnen Dokumente.<sup>182</sup> Wie gezeigt, bleibt auch in Zukunft noch Konkretisierungsbedarf hinsichtlich einzelner juristischer Begriffe. Die Forderung nach Umsetzung der englischsprachigen CESR-Verlautbarungen durch die nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden sowie eines Befassungsverfahrens des CESR bei unklaren Fragen sind Postulate, um die durch die Vollharmonisierung bezweckten Effizienzgewinne nicht wieder zu verlieren.

## 5.2 Resümee – die Ausdehnung des Lamfalussy-Verfahrens auf andere Rechtsgebiete des europäischen Wirtschaftsrechts

Die Globalisierung der Märkte verdeutlicht die Wichtigkeit von harmonisiertem, einheitlichem Recht, um das notwendige Vertrauen in die Kapitalmärkte zu schaffen. Das Europäische Kapitalmarktrecht bildet ein vorzügliches Referenzgebiet, um aufzuzeigen, wie in den letzten

<sup>179</sup> *Niemeyer*, An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to go after the Lamfalussy Report? 2001, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 482; s auch *Grundmann*, ZGR 2001, 783, 809 ff.

<sup>180</sup> Anhang 1 des Grünbuchs zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010) v. 3.5.2005, KOM (2005) 177, Anh 1, 4; *Lamfalussy-Bericht* (Fn 12) 14 f; *Europäische Zentralbank*, The Euro Equity Markets, August 2001, abrufbar unter [www.ecb.int/pub/pdf/other/euroequitymarketen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euroequitymarketen.pdf), 10, 44 f; *Bundesverband deutscher Banken*, Argumente zum Finanzmarkt, März 2004, abrufbar unter [www.bankenverband.de/pic/artikelpic/032004/br0403\\_vw\\_azf\\_eudl\\_dt.pdf](http://www.bankenverband.de/pic/artikelpic/032004/br0403_vw_azf_eudl_dt.pdf).

<sup>181</sup> EuGH 30.5.1991, Rs C-361/88, Slg 1991, I-2567 Rn 15 ff – *TA-Luft*.

<sup>182</sup> *Kals* in *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre § 20 Rn 13.

zwei Jahrzehnten die inhaltlichen Anforderungen der verschiedenen Marktteilnehmer immer weiter harmonisiert und verdichtet wurden. Zwar wird in allen einschlägigen Rechtstexten der EU die Methode der Vollharmonisierung schamhaft verschwiegen, so als fürchte man die Widersacher auf den Plan zu rufen. Allerdings ist die EU von der Richtigkeit des Lamfalussy-Verfahrens sehr überzeugt. Während Kritiker noch ein Scheitern des Verfahrens vorausgesagt hatten<sup>183</sup>, ist das Lamfalussy-Verfahren insgesamt als besonders positiv beurteilt worden.<sup>184</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 Rechtsetzungsmaßnahmen, ihre Umsetzung und Durchsetzung sowie etwaige Defizite vor. Das positive Votum wurde auch mit der raschen Umsetzung der 42 geplanten Vorhaben begründet.<sup>185</sup> Inzwischen wurde das Lamfalussy-Verfahren vom Wertpapierbereich auf die Bereiche Banken<sup>186</sup>, Versicherungen und Pensionsfonds<sup>187</sup> ausgedehnt und Ausschüsse gegründet, um die Aufsicht über Finanzgruppen, die Dienstleistungen im Banken-, Versicherungs- und Wertpapierbereich anbieten, zu verbessern.<sup>188</sup> Auch das Enforcement-Verfahren der Umsetzung der IFRS-Standards in das europäische Recht orientiert sich am Lamfalussy-Verfahren.<sup>189</sup> Es gibt sogar Anregungen, das Verfahren auf das Gesellschaftsrecht zu übertragen.<sup>190</sup>

Das Lamfalussy-Verfahren könnte auch für andere Rechtsgebiete Vorbild werden, wo unterschiedliche Standards in verschiedenen Mitgliedstaaten wegen des Zusammenwachsens nicht weiter hinnehmbar sind und wo es ebenso wenig hinnehmbar ist, dass harmonisiertes Recht „*law in the books*“ bleibt. In diesen Fällen wird zur Rechtsdurchsetzung neben dem öf-

<sup>183</sup> *Hertig/Lee*, Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation 1, 4, abrufbar unter [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=376720](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=376720).

<sup>184</sup> 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>185</sup> Grünbuch der Kommission zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010), KOM (2005) 177 endg, 5; Erwägungsgründe 11 ff der RL 2005/1/EG v. 9.3.2005, ABl 2005 L 79/9.

<sup>186</sup> Dafür wurde ein Europäischer Bankenausschuss (European Banking Committee – EBC), Beschluss 2004/10/EG v. 5.11.2003, ABl 2004 L 2004/3, 36 und ein Ausschuss der Europäischen Bankaufsichtsbehörden (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) eingerichtet, s. Beschluss 2004/5/EG v. 5.11.2003, ABl 2004 L 3/28.

<sup>187</sup> Ein Ausschuss für Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Committee – EIOPC), Beschluss 2004/9/EG v. 5.11.2003, ABl 2004 L 3/34 und ein Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS) wurden etabliert, s. Beschluss 2004/6/EG v. 5.11.2003, ABl 2004 L 3/30.

<sup>188</sup> Europäische Finanzkonglomerate Ausschuss (European Finance Conglomerate Committee – EFCC) beruhend auf der Finanzkonglomerate-RL 2002/87/EG v. 16.12.2002 über die zusätzliche Beaufsichtigung der Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen eines Finanzkonglomerats und zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG, 79/267/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG, 93/6/EWG und 93/22/EWG des Rates und der Richtlinien 98/78/EG und 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl 2002 L 35/1.

<sup>189</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.

<sup>190</sup> IIMG, Third Report (Fn 184), 1, 40 f; Differenzierend *High Level Group II*, Bericht der High Level Group v. 4.11.2002, 33, abrufbar unter [www.thomas-moellers.com/materialien/](http://www.thomas-moellers.com/materialien/); *Grundmann*, ZGR 2001, 783 ff; S. auch den Wettbewerb der Rechtsordnungen in den USA s. etwa *Bebchuk*, 105 Harv.L.Rev. 1435, 1444 ff (1992); *Merkt*, RabelsZ 59 (1995), 545, 549 ff.

fentlichen Aufsichtsrecht auch das Zivilrecht benötigt, um den „*private attorney*“ zu nutzen. Darüber hinaus gibt es Versuche im Wettbewerbsrecht, etwa im Kartellrecht, das Zivilrecht<sup>191</sup> und umgekehrt im Unlauterkeitsrecht das öffentliche Aufsichtsrecht<sup>192</sup> stärker zu nutzen. Im Verbraucherschutz- oder Umweltrecht<sup>193</sup> steht man hier allerdings erst noch am Anfang von Überlegungen oder Entwicklungen. Im Einzelnen wird man schon wegen des Systemwettbewerbs sorgfältig prüfen müssen, wo eine Harmonisierung wirklich Effizienzgewinne erzielt. Bei der Rechtsetzung von zivilrechtlichen Schadensersatzansprüchen erscheint dagegen vorerst ein tastendes Vorgehen weiterhin sinnvoll, weil die Mitgliedstaaten als „Experimentierfeld“ besser als der europäische Gesetzgeber geeignet sind, Rechtslösungen bei erstmals auftauchenden Problemen zu entwickeln.

Im Kapitalmarktrecht ist das Lamfalussy-Verfahren grundsätzlich das richtige Verfahren, um die Pflichten der Marktintermediäre weiter zu konkretisieren. Optimierungsbedarf gibt es allerdings noch bei der Strukturierung und Systematisierung der Rechtstexte, der „Umsetzung“ der englischen Texte der dritten Stufe und einem noch nicht eindeutigen Befassungsverfahren des CESR bei offenen Rechtsfragen. Der Beitrag wollte die Dynamik aufzeigen, welche die Globalisierung für die Rechtsetzung im europäischen Wirtschaftsrecht bedeutet. Die zahlreichen nur zum Teil gelösten rechtstaatlichen und rechtsdogmatischen Fragen machen das Lamfalussy-Verfahren zu einem Schulbeispiel einer europäischen Gesetzgebungs- und Methodenlehre.

## 6. Zusammenfassung in Thesen

Die globalen Finanzmärkte zwingen zu einem schnellen Handeln des Gesetzgebers, um Skandalen vorzubeugen. Die bisherige europäische Rechtsharmonisierung wurde dieser Entwicklung nicht mehr gerecht. Das Lamfalussy-Verfahren hat hierauf erfolgreich reagiert.

Das Lamfalussy-Verfahren besteht aus vier Stufen: Der Rat und das Europäische Parlament erlassen auf der 1. Stufe Rahmenrichtlinien, die Kommission auf der 2. Stufe Durchführungsrichtlinien und -verordnungen, der CESR auf der 3. Stufe Standards, Empfehlungen und Leitsätze, und die Kommission überwacht auf der 4. Stufe die erfolgreiche Durchführung.

Der European Securities Committee (ESC) schlägt die Durchführungsmaßnahmen auf der 2. Stufe vor, der Committee of European Securities Regulators (CESR) berät die Kommission und den ESC auf der 2. Stufe mit technical advices und macht eigene Vorschläge auf der 3. Stufe.

Der Gesetzesvorbehalt verlangt, dass die Rahmenrichtlinie die wesentlichen Aussagen trifft. Das sog. Regelungsverfahren mit Kontrolle gibt der Kommission ein Ablehnungsrecht. Schließlich wird Transparenz durch umfangreiche Anhörungsrechte der Marktteilnehmer erreicht.

<sup>191</sup> EuGH 20.1.2001, Rs C-453/99, Slg 2001, I-6297 Rn 26 – *Courage and Crehan*; Micklitz/Kesfeler (Eds), *Marketing Practices Regulation and Consumer Protection in the EC Member States and the US*; Cabill/Cooke/Wils, *The Modernisation of EU Competition Law Enforcement in the European Union – FIDE 2004 National Reports*, 2004; Dannecker/Jansen (Eds), *Competition Law Sanctioning in the European Union*; Drexel in Drexel, *The Future of Transnational Antitrust* 311 ff; Möllers/Heinemann (Eds), *Remedies in Competition Law*.

<sup>192</sup> VO über die Zusammenarbeit im Verbraucherschutz, Verordnung (EG) Nr 2006/2004 v. 27.10.2004, ABl 2004 L 364/1; Möllers/Heinemann (Eds), *Remedies in Competition Law*.

<sup>193</sup> Hinteregger (ed), *Environmental Liability and Ecological Damage in European Tort Law*.

Das Lamfalussy-Verfahren erhöht den Detaillierungsgrad und verdichtet die Informationspflichten. Die Detailregelungen gehören teilweise statt auf die 1. auf die 2. Ebene. Die *standards*, *guidelines* und *recommendations* der 3. Stufe konkretisieren zum Teil die Pflichten der ersten zwei Stufen.

Die technischen Ratschläge (*technical advices*) des CESR auf der 2. Stufe können zur Auslegung herangezogen werden, wenn sie durch die Durchführungsmaßnahmen oder Verlautbarungen der 3. Stufe bestätigt werden. Von einer vorschnellen Übernahme ist deshalb abzuraten. Zum Teil weichen sie aber von den Durchführungsmaßnahmen ab und sind dann nicht zu berücksichtigen.

Die *standards*, *guidelines* und *recommendations* der 3. Stufe haben grundsätzlich keine Bindungswirkung gegenüber Privaten. Die *safe harbour rule* gilt nur insoweit, als diese Erklärungen des CESR rechtmäßig sind. Auch gegenüber den nationalen Behörden binden sie nicht.

*Standards*, *guidelines* und *recommendations* werden ausschließlich in englischer Sprache publiziert, ohne dass für die ausschließliche Verwendung der englischen Sprache eine Rechtsgrundlage existiert. Diese sollte erlassen werden. Aus Gründen der Transparenz sollten zudem diejenigen Maßnahmen in das nationale Recht übertragen werden, die auf freiwilliger Basis von den nationalen Aufsichtsbehörden angewendet werden.

Trotz des dreistufigen Regelungsverfahrens fehlt es zum Teil an den notwendigen Konkretisierungen.

Das Lamfalussy-Verfahren bezweckt weitgehend eine Vollharmonisierung. Die Auslegungskompetenz liegt nicht bei den nationalen Gerichten, sondern beim EuGH. Die Ansicht der Bundesregierung ist abzulehnen.

Soweit der persönliche oder sachliche Anwendungsbereich nicht harmonisiert ist, verbleibt dem nationalen Gesetzgeber oder nationalen Gerichten ein eigener Anwendungsbereich.

Im Ergebnis hat der Rechtsanwender bei der Anwendung des Kapitalmarktrechts inzwischen sechs verschiedene Ebenen zu berücksichtigen.

Weil sich der Gesetzgeber ausdrücklich auf die Funktionsfähigkeit der Märkte beruft, haben ökonomische Überlegungen bei der Anwendung im Kapitalmarkt eine herausgehobene Stellung. Das Lamfalussy-Verfahren hat weitgehend die Mindestharmonisierung durch ein Konzept der Vollharmonisierung ersetzt. Damit werden unbestimmte Rechtsbegriffe durch eine höhere Regelungstiefe konkretisiert. Ökonomisch reduziert dies Transaktionskosten; juristisch dient dies der Rechtssicherheit. Wegen der positiven Erfahrungen wurde das Lamfalussy-Verfahren inzwischen auf den Bereich von Banken und Versicherungen übertragen.

De lege ferenda wäre zu überlegen, dem CESR die Kompetenz zuzuweisen, verbindliche Standards zu schaffen. Auch eine Art „Vorabentscheidungsverfahren“ ist denkbar, um bei einer unklaren Rechtslage Rechtssicherheit herzustellen.