

# Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	11
Abkürzungsverzeichnis	19
§ 1 Einführung	23
§ 2 Die Bemühungen um eine Europäische Finanzaufsicht	26
I. Auf dem Weg zur Vollharmonisierung	26
II. Das neue Europäische System der Finanzaufsicht (ESFS)	47
§ 3 Die Europäische Wertpapier – und Marktaufsichtsbehörde	52
I. Rechtliche Grundlagen einer Europäischen Aufsicht	52
II. Aufgaben und Befugnisse der ESMA	56
III. Defizite der Aufsichtsarchitektur	73
§ 4 Der Abschied von der Dichotomie der Rechtsquellenlehre	93
I. Das Exklusivitätsverhältnis von Rechtsquellen zu unverbindlichen Regelungen nach traditioneller Auffassung	93
II. Sekundäre Rechtsquellen als Hybrid von verbindlicher Rechtsquelle und unverbindlichem soft law	98
III. Zusammenfassung und Zwischenergebnis	119
§ 5 Die Leitlinien und Empfehlungen der ESMA als sekundäre Rechtsquellen	121
I. Ansatzpunkte zur Begründung von Rechtswirkungen der Leitlinien und Empfehlungen der ESMA	121
II. Die Reichweite der Bindungswirkung	153

§ 6	Die Vereinbarkeit der Leitlinien und Empfehlungen als sekundäre Rechtsquellen mit dem Gemeinschaftsrecht	192
I.	Die abstrakte Zulässigkeit atypischer Handlungsinstrumente	192
II.	Wesentlichkeitsvorbehalt, Demokratiedefizit und institutionelles Gleichgewicht	192
III.	Kompetenzverstoß gegenüber den Mitgliedsstaaten	198
IV.	Gebot des effektiven Rechtsschutzes	199
§ 7	Zusammenfassung der Thesen	210
	Literaturverzeichnis	213
	Stichwortverzeichnis	227

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
§ 1 Einführung	23
§ 2 Die Bemühungen um eine Europäische Finanzaufsicht	26
I. Auf dem Weg zur Vollharmonisierung	26
1. Das Lamfalussy-Verfahren	26
a) Hintergrund: Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen	26
b) Die intendierte Vollharmonisierung	27
c) Die vier Ebenen der Rechtssetzung und -überwachung	28
aa) Politische Grundlagenentscheidungen im Wege des Mitentscheidungsverfahrens	28
(1) Die Marktmissbrauchsrichtlinie	29
(2) Die Prospektrichtlinie	30
(3) Die MiFID	31
(4) Die Transparenzrichtlinie	31
bb) Technische Durchführungsbestimmungen der Kommission	32
cc) Empfehlungen, Leitsätze, Standards des CESR	33
dd) Überwachung der Einhaltung durch die Kommission	34
2. Der Larosière-Report	34
a) Makroökonomische Aspekte	34
b) Rolle der Ratingagenturen	35
c) Versagen der Aufsichtsmechanismen	35
d) Abhilfe durch kohärente Aufsicht	36
3. Die Mitteilung der Kommission Europäische Finanzaufsicht	37
4. Das Ringen um die Einrichtung der europäischen Aufsichtsbehörden	38
a) Die Legislativentwürfe der Kommission	38
b) Die Aufsicht der ESMA nach dem Verordnungsvorschlag der Kommission	39
aa) Risikobewertung und Regulierung	39
(1) Bewertung systematischer Risiken	39
(2) Entwicklung von Entwürfen verbindlicher technischer Standards	40
(3) Erlass von Leitlinien und Empfehlungen	40
(4) Peer reviews	41
bb) Eingriffsbefugnisse	41
(1) Regelfall: Der 3 - Stufen-Mechanismus	41

	(a) Erste Stufe: Unverbindliche Empfehlung der ESMA	42
	(b) Zweite Stufe: Verbindliche Entscheidung der Kommission	42
	(c) Dritte Stufe: Durchgriffsbefugnis der ESMA	42
	(2) Maßnahmen im Krisenfall	43
	(a) Feststellung des Krisenfalles durch die Kommission	43
	(b) Einzelentscheidung der ESMA	44
	cc) Schlichtung von Meinungsverschiedenheiten	44
	c) Politisches Tauziehen und Verabschiedung durch das Parlament	45
II.	Das neue Europäische System der Finanzaufsicht (ESFS)	47
	1. Aufsichtsbehörden als Teil eines Zwei-Säulen-Systems	47
	2. Die Struktur der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESA)	49
	a) Die drei Europäischen Aufsichtsbehörden	49
	b) Die Organisationsstruktur der ESMA	50
§ 3	Die Europäische Wertpapier – und Marktaufsichtsbehörde	52
I.	Rechtliche Grundlagen einer Europäischen Aufsicht	52
	1. Das Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung des Artikel 5 Abs. 2 EUV	52
	2. Die Harmonisierungsvorschrift des Artikel 114 AEUV	53
II.	Aufgaben und Befugnisse der ESMA	56
	1. Aufgaben der ESMA	56
	a) Regulierung von Ratingagenturen	56
	aa) Tätigkeit der Ratingagenturen	56
	bb) Erfordernis der Regulierung des Ratingwesens	56
	(1) Oligopolistische Marktstruktur	56
	(2) Keine hinreichende Vermeidung von Interessenkonflikten	57
	(3) Unzureichende Selbstregulierung	58
	cc) Die Rating- VO (EG) Nr. 1060/2009	59
	dd) Das neue Aufsichtsregime der ESMA	61
	b) ESMA als Nachfolgerin des CESR	62
	aa) Gemeinsame Regulierungs – und Aufsichtskultur	62
	bb) Bewertung systematischer Risiken	63
	cc) Vergleichende Analysen	63
	2. Regulierungs – und Eingriffsbefugnisse der Wertpapier – und Markt- aufsichtsbehörde	64
	a) Regulierende Maßnahmen	64
	aa) Entwicklung technischer Regulierungs – und Durchführungsstandards	64
	bb) Leitlinien und Empfehlungen	66
	b) Eingreifende Maßnahmen	67

aa)	Schlichtung von Meinungsverschiedenheiten mitgliedstaatlicher Aufsichtsbehörden	67
bb)	Drei –Stufen – Mechanismus bei Verletzung von Gemeinschaftsrecht	67
(1)	Erste Stufe: Unverbindliche Empfehlung der ESMA	67
(2)	Zweite Stufe: Förmliche Stellungnahme der Kommission	68
(3)	Dritte Stufe: Einzelentscheidung der ESMA	69
cc)	Maßnahmen im Krisenfall	69
(1)	Feststellung des Krisenfalles durch den Rat	69
(2)	Einzelentscheidung der ESMA	70
3.	Rechtsschutz gegen Beschlüsse der ESMA	71
a)	Gemeinsamer Beschwerdeausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden	71
b)	Klage vor dem Gerichtshof der Europäischen Union	72
4.	Schutzklausel	72
III.	Defizite der Aufsichtsarchitektur	73
1.	Defizite von Aufsicht und Regulierung nach dem <i>Lamfalussy</i> -Prozess	73
a)	Überwiegend positive Bewertung	73
b)	Ausgreifende Regelungsdichte auf Ebene 1	75
c)	Regulatorischer Overkill	76
d)	Defizite bei der Umsetzung ins nationale Recht	76
aa)	Unzureichende Umsetzung	77
bb)	Unterschiedliche Umsetzung unbestimmter Rechtsbegriffe	78
cc)	Überschießende Umsetzung – gold plating	78
e)	Unterschiede der nationalen Aufsichtsstrukturen	81
f)	Umstrittene Normkonkretisierungskompetenz bei unbestimmten Rechtsbegriffen und Generalklauseln der <i>Lamfalussy</i> -Richtlinien	81
aa)	Die Darstellung der Problematik am Beispiel der ad-hoc-Publizitätspflicht	82
(1)	Der Sachverhalt im Fall Schrempf	82
(2)	Der Ursprung der Publizitätspflicht im Europarecht	84
bb)	Zwischenbetrachtung	85
g)	Fehlende Bindungswirkung der CESR- Verlautbarungen	86
h)	Zwischenergebnis und Stellungnahme	88
2.	Kritik an der neuen Finanzaufsichtsarchitektur	89
a)	Aufsicht der Aufsicht	89
b)	Regulierung durch die ESMA	91
c)	Durchsetzungs- und Sanktionsmechanismus	92
§ 4	Der Abschied von der Dichotomie der Rechtsquellenlehre	93
I.	Das Exklusivitätsverhältnis von Rechtsquellen zu unverbindlichen Regelungen nach traditioneller Auffassung	93

1.	Rechtsquellen und Rechtserkenntnisquellen	93
a)	Allgemeinverbindlichkeit der Rechtsquellen	93
b)	Rechtserkenntnisquellen	94
2.	Soft law als unverbindlicher Gegensatz zur traditionellen Rechtsquelle	95
a)	Begriff	95
b)	Funktion und Anwendungsbereich	96
II.	Sekundäre Rechtsquellen als Hybrid von verbindlicher Rechtsquelle und unverbindlichem soft law	98
1.	Begriff der sekundären Rechtsquelle	98
a)	Numerus clausus der traditionellen Rechtsquellenlehre	98
b)	Die Chimäre der sekundären Rechtsquelle	99
2.	Beispiele sekundärer Rechtsquellen in der Rechtswirklichkeit	100
a)	Die Präjudizienvermutung von Richterrecht	100
aa)	Die Auffassung von Canaris	101
bb)	Die Auffassung von Kriele	101
cc)	Bydlinskis These von den subsidiären Rechtsquellen	103
dd)	Zusammenfassung der wesentlichen Kriterien	104
b)	Die Implementierung von Expertenrecht am Beispiel des DCGK	105
aa)	Rechtsnatur und Urheberschaft	105
bb)	Bindungswirkung und Interpretationsfunktion des DCGK	107
(1)	Faktische Bindungswirkung	107
(2)	Die Kodexempfehlungen als Instrument der Gesetzeskonkretisierung	108
cc)	§ 161 AktG und Vermutungswirkung	108
(1)	Comply or explain-Mechanismus des § 161 AktG	108
(2)	Vermutungswirkung	110
dd)	Zusammenfassung und Stellungnahme	112
c)	Verhaltenssteuerung durch unregelte Vollzugsinstrumente am Beispiel der Bekanntmachungen der Kommission	113
aa)	Rechtliche Einordnung von Mitteilungen und Leitlinien	113
bb)	Bindungswirkung von Mitteilungen und Leitlinien der Kommission	114
(1)	Selbstbindung der Kommission	114
(2)	Bindung der Mitgliedsstaaten und der nationalen Gerichte	116
cc)	Stellungnahme	118
III.	Zusammenfassung und Zwischenergebnis	119
§ 5	Die Leitlinien und Empfehlungen der ESMA als sekundäre Rechtsquellen	121
I.	Ansatzpunkte zur Begründung von Rechtswirkungen der Leitlinien und Empfehlungen der ESMA	121
1.	Methodische Betrachtung der ESMA-VO	121

a)	Der primärrechtliche Begriff der Empfehlung	121
b)	Wortlaut der ESMA-VO und faktischer Befolgungszwang	124
aa)	Wortlaut der ESMA-VO	124
bb)	Comply or explain- Mechanismus und shaming	125
c)	Systematisch- teleologische Untersuchung	127
aa)	Untersuchung der Erwägungsgründe	127
bb)	Systematik der ESMA-VO	128
(1)	Missachtung sanktionslos	128
(2)	Beschwerde unstatthaft	129
(3)	Tatbestandliche Umgrenzungsfunktion der Empfehlung	129
2.	Die These der rechtlichen Beachtlichkeit von Empfehlungen und Leitlinien in der Rechtsprechung des EuGH	130
a)	Empfehlungen	131
b)	Leitlinien	132
c)	Zwischenergebnis	133
3.	Vergleich mit den CESR- Verlautbarungen	133
a)	Normkonkretisierende Verweisung	133
b)	Vermutungswirkung	135
4.	Leitlinien als kodifizierter Verwaltungsgebrauch	136
5.	Die Konkretisierungskompetenz des EuGH und der Beurteilungsspielraum der ESMA	138
a)	Konkretisierungsbefugnis auslegungsbedürftiger Begriffe	138
aa)	Die ausschließliche Konkretisierungskompetenz des EuGH	138
bb)	Ausschließliche Konkretisierungsbefugnis der Mitgliedsstaaten	139
cc)	Differenzierung nach der Reichweite der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben	140
b)	Schlussfolgerungen für den Bereich des <i>Lamfalussy</i> -Verfahrens	144
aa)	Vollharmonisierender Charakter des <i>Lamfalussy</i> -Verfahrens	144
bb)	Harmonisierungsintensität als Maßstab für Konkretisierungskompetenz	146
cc)	Stellungnahme	147
c)	Beurteilungsspielraum der ESMA	148
aa)	Konkretisierungsbefugnis und Beurteilungsspielraum	148
bb)	Delegation der Konkretisierungskompetenz	149
cc)	Gewährung eines Letztverantwortungsspielraumes	150
II.	Die Reichweite der Bindungswirkung	153
1.	Selbstbindung der ESMA an die Leitlinien und Empfehlungen	153
a)	Selbstbindung an die Leitlinien	153
aa)	Vertrauensschutzprinzip und Gleichbehandlungsgrundsatz	153
bb)	Vertrauensschutz bei rechtswidrigen Leitlinien	154
cc)	Grenzen der Selbstbindung	155
b)	Selbstbindung an die Empfehlungen	157
aa)	Vergleichbarkeit mit den Leitlinien der ESMA	157

bb)	Bindungswirkung aufgrund tatbestandlicher Umgrenzungsfunktion	158
c)	Zwischenergebnis	160
2.	Bindung der Gemeinschaftsgerichte	160
a)	Bindung an die Interpretation der Verwaltungspraxis	161
b)	Umfassende Kontrolle der Gemeinschaftsgerichte	161
c)	Vermittelnde Ansichten der Literatur	161
d)	Stellungnahme	162
3.	Bindungswirkung gegenüber mitgliedsstaatlichen Gerichten und nationalen Aufsichtsbehörden	164
a)	Bindung der mitgliedsstaatlichen Gerichte	164
aa)	Bindung an die Empfehlungen	164
bb)	Bindung an die Leitlinien	166
cc)	Stellungnahme	167
b)	Bindung der nationalen Aufsichtsbehörden	169
aa)	Unverbindlichkeit der CESR-Verlautbarungen	169
bb)	Fehlende Rechtssetzungskompetenz der ESMA	169
cc)	Comply or explain-Mechanismus und Inklusion	170
dd)	Faktische Relevanz der Leitlinien und Empfehlungen	171
4.	Rechtswirkungen für die Finanzmarktteilnehmer	171
a)	Keine zwingende Befolgungspflicht	171
b)	Befolgungsobliegenheit	172
c)	Vertrauensschutz bei Befolgung der ESMA-Verlautbarungen	174
aa)	Der Grundsatz des Vertrauensschutzes im Gemeinschafts- recht	174
(1)	Schutz vor Sanktionen	174
(2)	Haftung für rechtswidriges hoheitliches Handeln	175
(a)	Haftung der Mitgliedsstaaten	175
(aa)	Fehlerhafte Richtlinienumsetzung der Mitglieds- staaten	175
(bb)	Haftung für Judikativunrecht	176
(b)	Außervertragliche Haftung der Union gemäß Artikel 340 II AEUV	177
(aa)	Fehlerhafte Amtstätigkeit im nichtvertraglichen Bereich	177
(bb)	Anspruchsvoraussetzungen	178
bb)	Die Leitlinien und Empfehlungen der ESMA als sicherer Hafen	179
(1)	Safe harbour rule des CESR	179
(2)	Fortgeltung der safe harbour rule	180
(a)	Schutzwirkung	181
(aa)	Vermutungswirkung gegenüber der ESMA	181
(bb)	Vermutungswirkung gegenüber den mitgliedsstaat- lichen Aufsichtsbehörden	182



	(cc) Vermutungswirkung im Verhältnis zu Dritten	183
	(aaa) Haftungsrelevanz der BaFin-Äußerungen	183
	(bbb) Haftungsrelevanz der CESR-Verlautbarungen	185
	(ccc) Haftungsrelevanz der Leitlinien und Empfehlungen der ESMA	185
	(b) Anspruch auf Kompensation	187
5.	Zwischenergebnis	190
§ 6	Die Vereinbarkeit der Leitlinien und Empfehlungen als sekundäre Rechtsquellen mit dem Gemeinschaftsrecht	192
I.	Die abstrakte Zulässigkeit atypischer Handlungsinstrumente	192
II.	Wesentlichkeitsvorbehalt, Demokratiedefizit und institutionelles Gleichgewicht	192
	1. Wesentlichkeitsvorbehalt	192
	a) Kodifizierung durch den Vertrag von Lissabon	192
	b) Kritik am <i>Lamfalussy</i> -Verfahren	194
	c) Die Geltung des Wesentlichkeitsvorbehalts für soft law	195
	2. Die Auslegungs- und Konkretisierungsweite des EuGH	196
III.	Kompetenzverstoß gegenüber den Mitgliedsstaaten	198
IV.	Gebot des effektiven Rechtsschutzes	199
	1. Rechtsschutz als elementarer Grundpfeiler des Gemeinschaftsrechts	199
	a) Primär- und Sekundärrechtsschutz	199
	b) Das Erfordernis der Rechtswirkung gegenüber Dritten	200
	2. Beschwerdemechanismus der ESMA-VO	201
	a) Beschwerdemechanismus bei verbindlichen Beschlüssen	201
	b) Rechtsschutzerfordernis bei Leitlinien und Empfehlungen?	202
	aa) Keine bindende Außenwirkung der Leitlinien und Empfehlungen	202
	bb) Rechtliche Relevanz der Leitlinien und Empfehlungen	202
	cc) Die Anfechtbarkeit von Kommissionsverlautbarungen und Agenturhandeln	203
	(1) Rechtsschutz gegen Kommissionsverlautbarungen	203
	(2) Rechtsschutz gegen das Handeln Europäischer Agenturen	205
	dd) Zusammenfassung und Stellungnahme	207

§ 7 Zusammenfassung der Thesen	210
Literaturverzeichnis	213
Stichwortverzeichnis	227