

Regulierungstsunami im europäischen Kapitalmarktrecht

ZHR 176 (2012) 369–379

Das Finanzmarktbeben des Jahres 2008 mit dem Kollaps von *Lehman Brothers* verursachte einen Regulierungstsunami. Dessen Auswirkungen sind derzeit insbesondere auch im europäischen Kapitalmarktrecht zu besichtigen. Dieses wird nunmehr überschwemmt von einer Flut neuer Rechtsakte, die – wie jede Flutwelle – die Landschaft des europäischen Kapitalmarktrechts grundlegend verändern und zudem einige Opfer fordern werden. Zu diesen Opfern könnte – nur auf den ersten Blick überraschend – neben den Ratingagenturen auch die deutsche Kapitalmarktrechtswissenschaft, insbesondere in ihrer bisherigen kommentarförmigen Ausrichtung, gehören.

Überlegungen dazu, wie dieser Gefahr des Weggespültwerdens gegebenenfalls zu begegnen sein könnte, erfordern zunächst eine Vermessung von Höhe und Breite dieser Flutwelle ähnlich der aus dem Übernahmerecht bekannten Wasserstandsmeldungen (§ 23 Abs. 1 WpÜG) und einen Blick auf Charakteristika der künftigen Landschaft des europäischen Kapitalmarktrechts. Erst dieses im Folgenden freilich nur skizzenhaft zu entfaltende Gesamtbild des im Werden befindlichen europäischen Kapitalmarktrechts erlaubt es, die deutsche Kapitalmarktrechtswissenschaft angemessen zu verorten.

I. Die derzeitige Regulierungswelle

Vorläufer der derzeitigen Regulierungswelle war die Umsetzung der 42 Maßnahmen des Financial Services Action Plan aus dem Jahre 1999 bis Ende April 2004. Die in diesem Rahmen verabschiedeten zentralen Kapitalmarkt-richtlinien enthalten durchweg eine 5 Jahres-Revisionsklausel. Hieraus erklären sich formal die bis zum 1. 7. 2012 in nationales Recht umzusetzende Änderungsrichtlinie¹ zur Prospektrichtlinie mitsamt den zwei delegierten Verordnungen der Kommission zur Änderung der Prospektverordnung 809/

1 RiL 2010/73/EU zur Änderung der RiL 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der RiL 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

2004^{2,3} der unmittelbar vor dem Trialog-Verfahren sich befindliche Vorschlag für eine Änderungsrichtlinie zur Transparenzrichtlinie^{4,5}, das Paket aus Verordnungsvorschlag⁶ (MAR) und Richtlinienvorschlag⁷ (CRIM-MAD) zur Ersetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie⁸ (MAD) sowie das Paket aus Richtlinienvorschlag⁹ (MiFID II) und Verordnungsvorschlag¹⁰ (MiFIR) zur Ersetzung der Finanzmarkttrichtlinie¹¹ (MiFID).¹² Ob es einen Legislativvorschlag der Kommission auch zur Änderung der Übernahmerichtlinie geben wird, erscheint nach dem jüngst von ihr vorgelegten Bericht über die Anwendung dieser Richtlinie eher unwahrscheinlich.¹³

Materiell greifen diese Änderungen der auch als Lamfalussy-Richtlinien bekannten Produkte des FSAP teils weit über die bisherigen Gegenstände des

-
- 2 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 486/2012 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 in Bezug auf Aufmachung und Inhalt des Prospekts, des Basisprospekts, der Zusammenfassung und der endgültigen Bedingungen und in Bezug auf die Angabepflichten; Delegierte Verordnung (EU) Nr. .../. der Kommission vom 4. 6. 2012 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 in Bezug auf die Zustimmung zur Verwendung des Prospekts, die Informationen über Basisindizes und die Anforderungen eines von unabhängigen Buchprüfern oder Abschlussprüfern erstellten Berichts, C(2012) 3505.
 - 3 Dazu *Seitz/von Kopp-Colomb*, WM 2012, 1220; *Leuernig*, NJW 2012, 1905.
 - 4 Vorschlag für eine RiL zur Änderung der RiL 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sowie der RiL 2007/14/EG der Kommission, KOM(2011)683.
 - 5 *Brinkmann*, BB 2012, 1370; *Bronwer*, AG 2012, 78; *Seibt*, ZIP 2012, 797; *ders./Wollenschläger*, AG 2012, 305; *Veil*, WM 2012, 53; *ders.* BB 2012, 1370.
 - 6 Vorschlag für Verordnung über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM(2011)651.
 - 7 Vorschlag für RiL über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, KOM(2011)654.
 - 8 Dazu *Veil/Koch*, WM 2011, 2297; *Walla*, BB 2012, 1358; *Teigeelack*, BB 2012, 1361; *Salewski* GWR 2012, 265.
 - 9 Vorschlag für eine RiL über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der RiL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, KOM(2011)656.
 - 10 Vorschlag für Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, KOM(2011)296.
 - 11 RiL 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RiL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RiL 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der RiL 93/22/EWG des Rates.
 - 12 Dazu *Clausnitzer*, EuZW 2011, 42; *Funke*, WM 2012, 202; *ders.*, CCZ 2012, 54.
 - 13 S. Report of the Commission, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, COM (2012) 347, Tz. 21 ff.; auf Grundlage des umfassenden Berichts von *Marcus Partners*, Study in the Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, June 2012 (http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_eu.htm); konziserer Überblick über die Reformdiskussion bei *Hopt* in: *Mülbert/Kiem/Wittig* (Hrsg.), 10 Jahre Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 2011, 43.

europäischen Kapitalmarkts hinaus und nehmen – teils als Konsequenz der Finanzmarktkrise und der von der EU in Pittsburgh eingegangenen Verpflichtungen zum Ausbau und zur Stärkung des Rechtsrahmens des europäischen Kapitalmarkts – ganz neue Gegenstände in den regulatorischen Zugriff. Das gilt etwa für den Richtlinienvorschlag zur Mindestharmonisierung der Sanktionen für Verstöße gegen das Verbot von Insider-Geschäften und Marktmanipulationen, aber auch für die Vorschläge zur Regulierung des Hochfrequenzhandels in der MiFID II und zur Verlagerung des Derivatehandels an Börsen in der MiFIR.

Erst recht gilt dies für einige teils bereits verabschiedete FSAP-unabhängige weitere Regulierungsvorhaben. Auch in zeitlicher Hinsicht an erster Stelle ist hierbei die Leerverkaufs-VO¹⁴ mitsamt den jüngst von der Kommission vorgelegten vier Akten delegierter Rechtsetzung¹⁵ (Art. 290/291 AEUV) zu nennen, die bereits am 1. 11. 2012 an die Stelle der durchaus disparaten mitglied-

14 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

15 Delegierte Verordnung (EU) Nr. .../.. der Kommission vom ... zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, die Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen, gedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel, Meldeschwellen, Liquiditätsschwellen für vorübergehende Aufhebungen von Beschränkungen, signifikante Wertminderungen bei Finanzinstrumenten und ungünstige Ereignisse; Delegierte Verordnung (EU) Nr. .../.. der Kommission vom ... zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Melde- und Offenlegungspflichten in Bezug auf Netto-Leerverkaufspositionen, die Einzelheiten der in Bezug auf Netto-Leerverkaufspositionen an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zu übermittelnden Informationen und die Methode zur Berechnung des Umsatzes zwecks Ermittlung der unter die Ausnahmeregelung fallenden Aktien C(2012) 4362; Delegierte Verordnung (EU) Nr. .../.. der Kommission vom ... zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Methode zur Berechnung der Wertminderung bei liquiden Aktien und anderen Finanzinstrumenten; Durchführungsverordnung (EU) Nr. .../.. der Kommission vom ... zur Festlegung technischer Durchführungsstandards in Bezug auf die Verfahren für die Offenlegung von Nettopositionen in Aktien gegenüber der Öffentlichkeit, das Format, in dem der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde Informationen zu Netto-Leerverkaufspositionen zu übermitteln sind, die Arten von Vereinbarungen, Zusagen und Maßnahmen, die angemessen gewährleisten, dass Aktien oder öffentlichen Schuldtitel für die Abwicklung des Geschäfts verfügbar sind, und die Daten, zu denen die Ermittlung des Haupthandelsplatzes einer Aktie erfolgt, sowie den Zeitraum, auf den sich die betreffende Berechnung bezieht, gemäß der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

staatlichen Regelungsrahmen treten werden.¹⁶ Des Weiteren gehören hierzu der Vorschlag einer OTC-Derivate-Verordnung¹⁷ (EMIR),¹⁸ über den Parlament und Rat nunmehr zu einer Einigung gelangt sind,¹⁹ sowie der Vorschlag für eine Zentralverwahrer-Verordnung.²⁰

Einzubeziehen sind schließlich auch alle Vorhaben, die sich als immante Fortentwicklungen des Regelungsrahmens des europäischen Kapitalmarktrechts in der Post-FSAP-Ära zusammenfassen lassen. Dazu gehören die Vorschläge für eine Verordnung und eine RiL zur weiteren Fortentwicklung der Ratingagenturen-Verordnung,^{21,22} die soeben erst von der Kommission durch den Erlass von vier technischen Regulierungsstandards operationalisiert wurde,²³ der Vorschlag für eine Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds²⁴ sowie die Anfang Juli von der Kommission als Bestandteile eines neuen Maßnahmenpakets vorgelegten Vorschläge für eine Verordnung über *Pack-*

16 Die hierzu erforderlichen Änderungen erfolgen durch das EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz; s. RegE, BT- Drs. 17/9665.

17 Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, KOM(2010)484.

18 Dazu *Nietsch/Graef*, BB 2010, 1361; *Diekmann/Fleischmann*, WM 2011, 1105; *Littman/Bell*, BKR 2011, 314; *Funke*, WM 2012, 202.

19 Vom Parlament angenommener Text abrufbar unter <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0106+0+DOC+XML+VO//DE>.

20 Vorschlag für eine Verordnung zur Verbesserung der Wertpapierabrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der RiL 98/26/EG, KOM(2012)73.

21 Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, KOM(2011)747; Vorschlag für eine RiL zu Änderung der RiL 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und der RiL 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds im Hinblick auf den übermäßigen Rückgriff auf Ratings, KOM(2011)746.

22 *Witte*, WM 2011, 2253.

23 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 446/2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 in Bezug auf technische Regulierungsstandards für Inhalt und Format der periodischen Übermittlung von Ratingdaten durch die Ratingagenturen an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde; Delegierte Verordnung (EU) Nr. 447/2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 durch Festlegung technischer Regulierungsstandards für die Bewertung der Normgerechtigkeit der Ratingmethoden; Delegierte Verordnung (EU) Nr. 448/2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Präsentation der Informationen, die Ratingagenturen in einem von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde eingerichteten zentralen Datenspeicher zur Verfügung stellt; Delegierte Verordnung (EU) Nr. 449/2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für Informationen zur Registrierung und Zertifizierung von Ratingagenturen.

24 Vorschlag für Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds, KOM(2011)860.

aged Retail Investor Products (PRIIPS)^{25,26} und für eine RiL zur Änderung der Investmentfonds (OGAW) IV-RiL aus dem Jahre 2010 (UCITS V).²⁷

Am Horizont zeichnen sich zudem weitere Rechtsetzungsaktivitäten ab. Die RiL über die Verwalter alternativer Investmentfonds²⁸ (AIFMD) ermächtigt die Kommission in Art. 4 Abs. 2 zum Erlass Technischer Regulierungsstandards, doch liegt hierzu von der ESMA bislang lediglich ein Diskussionspapier vor.²⁹ Ferner ist die Vorlage eines Verordnungsvorschlags (SLR) zu erwarten, mit dem die bislang nur zu einem Vorentwurf gediehenen Arbeiten an einer *Securities Law Directive*³⁰ fortgeführt wird – möglicherweise auf der konzeptionellen Basis der Art. 36, 45 des Verordnungsvorschlags über Zentralverwahrer, was eine vollständige Neukonzeption des deutschen Depotrechts und des Depotgesetzes erfordern könnte.

II. Regelungstechniken und Verfahrenstransparenz

Die offenkundigste Eigenheit der derzeitigen Regelungswelle ist die breitflächige Verwendung der Verordnung statt der RiL als Gesetzgebungsform. Unter diesem Blickwinkel lässt sich fast schon von einem verordneten europäischen Kapitalmarktrecht sprechen. Warum die Kommission im Einzelfall gleichwohl eine (Änderungs-)RiL statt einer Verordnung vorschlägt, bleibt vielfach im Dunkeln. Unbehelflich ist jedenfalls der gelegentliche Hinweis, dass eine Verordnung eine Maximal- oder gar eine Vollharmonisierung bedeute. Eine Verordnung kann ebenfalls eine bloße Minimumharmonisierung vorsehen und strengere nationale Regelungen zulassen, wie die vom Verordnungsvorschlag³¹ der Kommission zur Implementierung des Basel III-Akkords ausgelöste Diskussion über die „richtige“ Rechtsform des Umsetzungs-

25 Vorschlag für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, KOM(2012)352.

26 Dazu *Müchler*, WM 2012, 974; *Kolassa* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb., § 135 Rdn. 31.

27 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, COM(2012)350/2.

28 RiL 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RiL Nr. 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

29 ESMA, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM – Discussion paper, 23 February 2012 (abrufbar unter www.esma.europa.eu/system/files/2012-117.pdf).

30 Dazu *Mülbert*, ZBB 2010, 445.

31 Vorschlag für eine Verordnung über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, KOM(2011)452.

rechtsakts erwiesen hat. Allerdings wird Verordnungen ohne gegenteilige Anhaltspunkte regelmäßig Maximalharmonisierungscharakter zuzumessen sein, so dass für strengere nationale Regelungen ausdrückliche mitgliedstaatliche Regelungsoptionen vorgesehen werden müssen. Eher mag daher die gelegentlich zu hörende Vermutung, dass die Wahl der Rechtsform vom Temperament der zuständigen Kommissionsdienststelle (mit)bestimmt werde, einen richtigen Punkt treffen. Hinzu kommt schließlich, dass Verordnungen im Gegensatz zu RiLn keiner Umsetzung in nationales Recht bedürfen und die Regelungen damit – zumindest theoretisch – ungleich schneller in Kraft treten können. Im Falle der Leerverkaufs-VO 236/2012 werden zwischen dem Vorschlag der Kommission³² im September 2010 und deren Inkrafttreten zum 1. 11. 2012 in der Tat nur etwas mehr als zwei Jahre vergangen sein. Andererseits kann dieser Zeitaspekt jedenfalls dann keine Rolle spielen, wenn die Kommission, wie im Falle des Marktmissbrauchs- und des MiFID II-Regimes, ein Paket aus Verordnung und RiL vorschlägt und beide zum gleichen Zeitpunkt für die Marktteilnehmer verbindlich werden sollen.

Die Anzahl der Ermächtigungen der Kommission zur delegierten Rechtssetzung hat gegenüber den älteren FSAP-RiLn nochmals deutlich zugenommen. Die Leerverkaufs-VO 236/2012 etwa enthält 9 Ermächtigungen zum Erlass delegierter Verordnungen nach Art. 290 AEUV und weitere 12 Ermächtigungen zum Erlass von Durchführungsverordnungen gemäß Art. 291 AEUV. Die auf dieser Grundlage von der Kommission erlassenen vier Verordnungen treten mit insgesamt 49 Art. zu den 48 der Leerverkaufs-VO hinzu. Insgesamt ist das ab dem 1. 11. geltende europäische Regime für Leerverkäufe und Credit Default Swaps um ein Mehrfaches umfangreicher als die bisherige deutsche Regelung in den §§ 30h–30j WpHG und den hierzu von der BaFin erlassenen Verordnungen.³³

Diese umfangreichen Ermächtigungen der Kommission zur delegierten Rechtssetzung sind nicht nur unter quantitativen Aspekten bedeutsam, sondern stärken neben der Kommission auch die Position der ESMA ganz erheblich. Allerdings ist der jeweilige Zugewinn unterschiedlich je nachdem, ob der Basisrechtsakt die Kommission gemäß Art. 290 AEUV zum Erlass eines delegierten Rechtsakts oder gemäß Art. 291 AEUV zum Erlass eines Durchführungsrechtsakts ermächtigt. Im ersten Falle kann die Kommission durch die Ergänzung und/oder die Änderung von nicht wesentlichen Vorschriften des Basisrechtsakts diesen auch inhaltlich verändern, es sei denn, dass das Parla-

32 Vorschlag für eine Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, KOM(2010)482.

33 Verordnung zur Konkretisierung der Anzeigepflichten nach § 30h Abs. 2 Satz 3 und § 30j Abs. 3 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes (Leerverkaufs-Anzeigeverordnung – LAnzV), BGBl. 2011, I, S. 636; Verordnung zur Konkretisierung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Netto-Leerverkaufspositionen (Netto-Leerverkaufspositionsverordnung – NLPosV), BGBl. 2012, I, S. 454.

ment oder der Rat fristgebunden widersprechen.³⁴ Im zweiten Falle ist die Kommission demgegenüber darauf beschränkt, einheitliche Bedingungen für die Durchführung bzw. Anwendung des Basisrechtsakts festzulegen.³⁵

Die mit Art. 290 AEUV sich verbindenden Möglichkeiten und Risiken erhellt erneut das Beispiel der Leerverkaufs-VO 236/2012. Die Kommission fühlte sich auch ohne Ermächtigung zur einschränkenden Konkretisierung von Begriffen des Basisrechtsakts berufen und hat zur Meldepflicht für ungedeckte Positionen in Aktien und Schuldtiteln auf der Grundlage der Ermächtigung des Art. 3 Abs. 7 c) der VO ein dem Basisrechtsakt ganz unbekanntes Melde- und Mitteilungsregime für Fondsverwalter und Portfoliomanager sowie für Unternehmensgruppen entwickelt, in dessen Rahmen primär solche Personen eine Meldepflicht trifft, die selbst gar keine ungedeckte Leerverkaufsposition halten.³⁶

Die Position der ESMA ist demgegenüber am stärksten bei den Durchführungsrechtsakten des Art. 291 AEUV. Die die ESMA konstituierende Verordnung 1095/2010 sieht nämlich vor, dass die Kommission die ESMA mit der Erarbeitung von Vorschlägen für den Durchführungsrechtsakt zu betrauen hat und hiervon nur unter besonderen Umständen abweichen kann (Art. 15). Ermächtigt der Basisrechtsakt hingegen zum Erlass von Technischen Regulierungsstandards als Unterfall der delegierten Rechtsakte des Art. 290 AEUV, ist der Spielraum der Kommission für Abweichungen nach Maßgabe der Art. 10–14 ESMA-VO größer. Im Falle der Ermächtigung für einfache delegierte Rechtsakte im Sinne des Art. 290 AEUV besteht keine Verpflichtung der Kommission zur Einschaltung von ESMA. Ersucht sie ESMA gleichwohl um einen *Advice*, kann sie den Vorschlag von ESMA ohne Weiteres übergehen.

Zumindest bei der Ausfüllung der Verordnungsermächtigungen der Leerverkaufs-VO 236/2012 hat die Kommission von ihren Abweichungsbefugnissen allerdings keinen Gebrauch gemacht und hat die Vorschläge der ESMA auch für die „einfachen“ delegierten Rechtsakte nahezu unverändert in Verordnungsform gegossen. Hierbei mag zwar auch ein gewisser Zeitdruck eine Rolle gespielt haben. Die Kommission hätte nämlich ihre Verordnungsentwürfe an sich bereits zum 31. 3. vorgelegt haben sollen (Art. 31) doch präsentierte die ESMA ihrerseits ihre Vorschläge erst im April. Möglicherweise mag diese Variante der Eins-zu-Eins-Umsetzung aber auch dadurch (mit)bedingt sein, dass die Kommission bei den Sitzungen der mit Vertretern der nationalen Aufsichtsbehörden verstärkten ESMA-Arbeitsgruppen – jedenfalls telefonisch – anwesend war.

34 Dazu etwa *Ruffert* in: *Calliess/Ruffert*, EUV/AEUV 4. Aufl. 2011, Art. 290 Rdn. 5 f.

35 *Ruffert* in: *Calliess/Ruffert*, (Fn. 34), Art. 291 Rdn. 1 f.

36 Näher *Müllbert/Sajnovits*, ZBB 2012, Heft 4, unter III.2.3.2 und V.5.

III. Ausgewählte Regelungsinhalte

Eine neue Qualität ist der künftigen europäischen Kapitalmarktrechtsregulierung freilich nicht allein wegen des Regelungsumfangs, sondern auch der Regelungsinhalte zuzusprechen. Der europäische Gesetzgeber geht, so das Gesamtbild, sehr viel zupackender oder, aus anderer Sicht, viel aggressiver als noch unter dem FSAP zu Werke. Ein offenkundiges Beispiel hierfür bildet der Richtlinienvorschlag für ein einheitliches Minimum an strafrechtlichen Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, der für zahlreiche Mitgliedstaaten in der Sache eine erhebliche Verschärfung der strafrechtlichen Sanktionierung von Insiderverstößen und Marktmanipulationsdelikten bedeutet.

Ein zweites Beispiel bildet Art. 32 MiFIR in Gestalt des Kommissionsvorschlags. Danach kann die „zuständige Behörde ... die Vermarktung, den Vertrieb oder Verkauf bestimmter Finanzinstrumente oder Finanzinstrumente mit bestimmten Merkmalen ... [verbieten oder beschränken], wenn ... ein Finanzinstrument erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwirft“. Ähnlich ermächtigt Art. 31 MiFIR die ESMA zu vorübergehenden Interventionen. Je nach der Intensität, mit der nationale Aufsichtsbehörden von dieser Interventionsbefugnis Gebrauch machen werden, steht die Möglichkeit im Raum, dass die Aufsicht den Markt gestalten wird, insbesondere wenn Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Vermeidung eines Produktverbots um eine inoffizielle Vorabgenehmigung ersuchen. Die BaFin dürfte sich hierauf wegen etwaiger Haftungsrisiken zwar kaum einlassen. Ob sie bei Produktverboten auf Dauer Zurückhaltung üben kann, wird allerdings auch davon abhängen, welche RiLn die ESMA für eine einheitliche Anwendung des Art. 31 MiFIR etabliert und, unabhängig hiervon, ob die BaFin beim Unterlassen von Produktverboten ein Haftungsrisiko läuft.

Nur auf den ersten Blick überraschend steht die Finanzindustrie der Möglichkeit von Produktverboten nicht ganz ablehnend gegenüber. Als Konsequenz der *Spread-Ladder-Swap*-Entscheidung des BGH,³⁷ die aufgrund der hohen Anforderungen an die erforderliche Aufklärung – in der Sache handelt es sich wohl eher um eine Weiterbildung – des Vertragspartners eines komplexen (?) Derivats vielfach als faktisches Produktverbot empfunden wird, mehren sich die Befürworter aufsichtsrechtlicher Verbotslösungen. Sollte die BaFin von dieser Möglichkeit in der Zukunft intensiver Gebrauch machen (müssen), könnte dies allerdings die Innovationskraft der deutschen Kreditinstitute und den Wettbewerb spürbar beeinträchtigen.

Eine neue und bislang auch dem nationalen Recht noch unbekanntes Stufe paternalistischer Rechtsfürsorge würde erreicht, sollte der Vorschlag des Berichterstatters des europäischen Parlaments (MEP *Ferber*) Realität werden. Danach hätten Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Gestaltung

37 BGH WM 2011, 682.

neuer Produkte für Retailkunden zu gewährleisten, dass „*those products are ... designed to meet the needs of an identified target market within the relevant category*“ (Art. 24 Abs. 1 lit. 1 MiFID II) und die Kommission würde zur delegierten Rechtssetzung ermächtigt.

Kapitalmarktrechtliches Neuland bedeutet ferner die in Art. 35a des Verordnungsvorschlags für eine Änderung der EU-Rating-VO vorgesehene Haftung von Rating-Agenturen gegenüber Anlegern. Hiermit wird nämlich eine zivilrechtliche Haftung auf der Grundlage einer europäischen Anspruchsgrundlage eingeführt.³⁸ Diese Bestimmung ist als Anspruchsgrundlage für Schadensersatzansprüche der Anleger ausgestaltet, die bei ihrer Anlageentscheidung auf ein Rating vertraut haben, das unter mindestens grob fahrlässigem Verstoß gegen die Anforderungen des Annexes III der EU-Rating-VO erstellt und veröffentlicht wurde, wobei die Beweislast der Rating-Agentur auferlegt wird.

Als abschließendes Beispiel dieses zupackenden europäischen Regelungszugriffs sei schließlich die weitreichende extraterritoriale Ausdehnung der Clearingpflicht für OTC-Derivate erwähnt. Diese wird sogar für Kontrakte zwischen zwei in einem oder mehreren Drittländern ansässigen Unternehmen gelten, die der Clearingpflicht unterliegen würden, wenn sie in der EU ansässig wären, sofern der Kontrakt unmittelbare, wesentliche und vorhersehbare Auswirkungen innerhalb der EU hat oder sofern diese Pflicht notwendig oder zweckmäßig ist, um die Umgehung von Vorschriften dieser Verordnung zu verhindern (Art. 4 Abs. 1 a) (vi) der VO).

IV. Schlussfolgerungen

Die ohne Anspruch auf oder gar Gewähr für die Vollständigkeit umrissene Regulierungswelle im Kapitalmarktrecht und ihr Gegenstück auf dem Gebiet der Bankenregulierung haben die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) veranlasst, eigens einen deutschen Volljuristen auf einer Vollzeitstelle mit der Beobachtung der EU-Aktivitäten zu betrauen. Für die gestaltende Mitwirkung bei der Rechtsetzung sind naturgemäß ungleich größere Personalressourcen nötig. Ob diese beim BMF und bei der BaFin im erforderlichen Umfang bestehen, erscheint trotz – oder gerade wegen – des hohen Engagements der Betroffenen keineswegs gesichert.

Die zunehmende Verwendung des Instruments der Verordnung verschärft die Probleme noch, und zwar gleich in mehrfacher Hinsicht. Zunächst einmal resultiert hieraus eine nochmals stärkere Beanspruchung der Beteiligten

³⁸ Das geht über das Muñoz-Urteil des EuGH (Rs. C-253/00, Slg. 2002, I-7289) noch hinaus, das in einem Einzelfall aufgrund besonderer Umstände (dazu *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2012, Heft 4, VIII.2; a. A. MünchKommBGB/*Wagner*, 5. Aufl. 2009, § 823 Rdn. 336; *ders.*, ReP 206 (2006), 352, 413 f.) einen verordnungsbegründeten Unterlassungsanspruch bejahte.

(BaFin, Verbände), wenn die ESMA schon vor Verabschiedung des Basisrechtsaktes mit der Erstellung von Entwürfen für delegierte Rechtssetzung betraut wird. Andererseits ist die Mitwirkung bei der Erstellung der so genannten *Advices* von ESMA naturgemäß dann von besonderer Bedeutung, je eher die Kommission die Entwürfe weitestgehend unverändert in Verordnungen gießen. Hat der Basisrechtsakt selbst die Form einer Verordnung, kann diese Art Eins-zu-Eins-Umsetzung aus Zeitgründen selbst bei „einfachen“ delegierten Rechtsakten im Sinne des Art. 290 AEUV der Fall sein, wie das Beispiel der Leerverkaufs-VO erweist. Daher erschiene es nur sachgerecht, sollten die Verbände nunmehr eine Vertretung am Sitz der ESMA in Paris einrichten.

Für die deutsche Kapitalmarktrechtswissenschaft bedeuten diese Entwicklungen eine besondere Herausforderung. Daher ist es zunächst bedauerlich, dass mit *Niamh Moloney* lediglich ein herausragender Vertreter aus den UK in der *consultative Stakeholder Group* der ESMA vertreten ist. Die Mitwirkung bei Konsultationen der ESMA und der Kommission war schon bislang eher die Ausnahme und mit einer Verkürzung der Konsultationsfristen, wie dies im Falle von Basisrechtsakten in Verordnungsform jedenfalls für die delegierte Rechtssetzung erfolgen kann, scheidet eine Mitwirkung praktisch vollends aus. Schließlich wird bei Basisrechtsakten in Verordnungsform die wissenschaftliche Durchdringung vielfach zunächst auch deswegen weniger intensiv ausfallen, weil der Umsetzungsprozess in nationales Recht entfällt. Andererseits wäre die Mitwirkung der Wissenschaft gerade in diesen Fällen von besonderer Bedeutung, weil dann jede Möglichkeit einer klarstellenden bzw. fehlerkorrigierenden richtlinienkonformen Umsetzung fehlt.

Eine weitere Herausforderung resultiert aus der Zersplitterung der Rechtssetzung auf EU-Ebene in eine Vielzahl von einzelnen Rechtsakten mit je eigenem Definitionenkatalog und je unterschiedlichem sachlich-personellen Anwendungsbereich. Dies steht im diametralen Gegensatz zum Konzept des deutschen Gesetzgebers, das WpHG als „Grundgesetz des deutschen Kapitalmarktrechts“ zum umfangreichsten der drei W-Eckpfeiler des deutschen Kapitalmarktrechts – WpHG, WpPG, WpÜG – zu formen und durch die konsistente Verwendung einheitlicher Definitionen³⁹ eine gewisse Regelungssystematik herzustellen. Erst recht lässt diese Zersplitterung des sekundären EU-Kapitalmarktrechts ein systembildendes Arbeiten heute⁴⁰ kaum mehr zu und zwingt zur Beschäftigung mit einzelnen Rechtsakten statt den größeren Gesamtzusammenhängen. Ob die Wissenschaft angesichts von Informationsnachteilen auf der kleinteiligeren Ebene gegenüber der wissenschaftlich ambi-

39 Im Einzelfall kann dies, wie etwa beim Begriff des Inlandsemittenten (§ 2 Abs. 7 WpHG) freilich auch zur Richtlinienwidrigkeit führen. Näher *Mülbert/Steup*, NZG 2007, 761, 765 f.

40 Dereinst *Mülbert*, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085.

tionierten Praxis ein Mehr an Erkenntnissen zu Tage fördert, erscheint zukünftig weniger denn je gesichert.

Der hohe Detaillierungsgrad der europäischen Regelungen, der insbesondere durch die umfangreiche delegierte Rechtsetzung der Kommission bedingt ist, lässt vielfach kaum Spielräume für weitere wissenschaftlich erarbeitete Präzisierungen. Zudem vermag die ESMA durch rechtlich an sich unverbindliche Leitlinien – auch als Level III-Maßnahmen bezeichnet – die (aufsichts-) behördliche Rechtsanwendung unionsweit zu beeinflussen, weil die nationalen Aufsichtsbehörden zwar von den Leitlinien abweichen können, dies aber zu erklären haben. Unabhängig davon, ob dieses Instrument bei allen europäischen Aufsichtsbehörden zur Produktion von Regelungswerken führen wird, „die in Breite und Tiefe oft weit über das vernünftige Maß hinauszureichen scheinen“, ⁴¹ zeichnet sich für das europäische Finanzmarktrecht die Entwicklung „offiziöser“ Kommentare mit hoher faktischer Bindungskraft ab, die der kapitalmarktrechtlichen Kommentarliteratur deutscher Prägung noch zusätzlich zusetzen könnte. ⁴²

Zum Abschluss dieses durchaus nicht ganz optimistischen Ausblicks sei immerhin darauf hingewiesen, dass das verordnete europäische Kapitalmarktrecht den Anstoß für eine noch stärkere Europäisierung der deutschen Kapitalmarktrechtswissenschaft geben könnte. Mit dem Übergang zur Verordnung wird die unionsweite konsistente Anwendung des europäischen Regelungsrahmens unabdingbar, es sei denn, eine Verordnung sähe mitgliedstaatliche Abweichungsoptionen vor. Diese einheitliche Rechtsanwendung zu befördern, auch durch den regelmäßigen Informationsaustausch in entsprechenden Netzwerken, könnte zu den neuen Zukunftsaufgaben der deutschen Kapitalmarktrechtswissenschaft gehören. Zudem könnte die (deutsche) Kapitalmarktrechtswissenschaft auf dieser breiteren Grundlage im Entstehungsprozess künftiger kapitalmarktrechtlicher Basisrechtsakte stärker Gehör finden. Einige derzeit diskutierte Regelungsvorschläge lassen die stärkere Einbindung der Wissenschaft als dringendes Desiderat erscheinen.

Peter O. Mülberr

⁴¹ *Weber-Rey*, Börsen-Zeitung v. 23. 6. 2012, Nr. 119, S. 13.

⁴² Zur schwierigen Zukunft der deutscher Kapitalmarktrechtskommentarliteratur hellsichtig *Kiem*, ZHR 176 (2012), Heft 5, unter III.