



# Mit der Superbehörde werden die Wege weiter

Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA verfügt über weitreichende Befugnisse. Das schwächt die einzelnen nationalen Aufsichtsbehörden und birgt Konfliktpotenzial. Zudem lässt sich neues Recht immer schwerer in nationale Rechtssysteme einbinden

von Elton Mikulic, Rechtsanwalt bei Otto Mittag Fontane

MiFID 2, AIFM, PRIIP – die Regulierungsinitiativen auf europäischer Ebene sind nicht nur ein Versuch, die richtigen Lehren aus der Finanz- und Wirtschaftskrise zu ziehen. Sie sind auch Ausdruck einer tiefgreifenden Entwicklung: der zunehmenden Verlagerung der Regulierungs- und Aufsichtstätigkeit auf die europäische Ebene. Eine herausragende Rolle spielt hier die neu eingerichtete Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA). Umfang und Art ihrer Aufgaben und Befugnisse verändern die europäische Aufsichtsstruktur grundlegend. Ein Verständnis dieser Entwicklung ist für die Bewertung der Regulierungstätigkeit auf europäischer Ebene unverzichtbar.

## Mehr als ein Beratungsgremium

Die ESMA wurde mit Wirkung zum 01.01.11 als europäische Wertpapieraufsichtsbehörde mit Sitz in Paris geschaffen. Dies war Teil eines Maßnahmenpakets zur Stärkung der Finanzaufsicht auf europäischer Ebene. Die Behörde verfügt über eine eigene Rechtspersönlichkeit und ist auch personell durch die Beteiligung der Leiter der nationalen Aufsichtsbehörden aufgewertet. Dagegen war die Vorgängerorganisation, die CESR, ein reines Beratungsgremium der nationalen Aufsichtsbehörden zur gemeinsamen Abstimmung ihrer Aufsichtstätigkeiten. Die Aufgaben der ESMA bestehen vornehmlich darin, die kohärente Anwendung von EU-Recht (Aufsicht der Aufsicht) sicherzustellen, Meinungsverschiedenheiten zwischen nationalen Aufsichtsbehörden zu schlichten

und besondere Befugnisse zur Wahrung der Finanzmarktstabilität im Krisenfall wahrzunehmen. Als unmittelbare Aufsichtsbehörde ohne Beteiligung der nationalen Aufsicht agiert die ESMA momentan in Bezug auf Ra-



Elton Mikulic,  
Otto Mittag Fontane, Frankfurt am Main

tingagenturen und Central Counter Parties (CCP) im Bereich der zentralen Abwicklung von Börsengeschäften mit Derivaten.

## Einfache Mehrheit genügt

Damit die ESMA ihrer Hauptaufgabe, die Einheitlichkeit der Anwendung von EU-Recht zu wahren, nachgehen kann, wurde ein Dreistufenverfahren eingeführt. Auf Stufe 1 kann die ESMA Nachforschungen über eine vermutete nicht ordnungsgemäße oder unzureichende Anwendung von EU-Recht durch die nationalen Aufsichtsbehörden anstellen und eine bestimmte Maßnahme empfeh-

len. Auf Stufe 2 kann sie bei Nichtbefolgung durch die nationale Behörde die Umsetzung konkreter Maßnahmen mit Fristsetzung anordnen. Sollte auch dies nicht fruchten, kann die ESMA die angeordneten Maßnahmen gegen die betroffenen Marktteilnehmer selbst erlassen. Der ausschlaggebende Punkt ist aber, dass die auf den verschiedenen Stufen des Verfahrens notwendigen Beschlüsse mit einfacher Mehrheit gefällt werden. Dies bedeutet, dass das Stimmgewicht personell und fachlich besser ausgestatteter Behörden – was man zum Beispiel im Fall der BaFin mit Recht behaupten darf – dem Stimmgewicht anderer Aufsichtsbehörden aus Mitgliedsländern, deren Finanzmärkte weniger entwickelt sind, gleichgestellt ist. Besonders folgenreich kann dies bei der Schlichtung von Meinungsverschiedenheiten zweier Aufsichtsbehörden werden.

## ESMA als Rechtssetzer

Nicht nur bei der Rechtsdurchsetzung, sondern auch bei der Rechtssetzung ist die ESMA auf verschiedenen europäischen Ebenen maßgeblich beteiligt. Sie berät zum Beispiel in ihrem Zuständigkeitsbereich die Europäische Kommission bei der delegierten Rechtsetzung (unmittelbar geltende EU-Verordnungen) und bringt ihr Knowhow ein. Ferner entwirft die ESMA die sogenannten technischen Regulierungs- und Durchsetzungsstandards direkt. Die Europäische Kommission bestätigt diese in der Regel nur. Zuletzt nimmt die ESMA auch mit Leitlinien und Empfehlungen zu Einzelfra-

gen Stellung, die aber grundsätzlich keine unmittelbare rechtliche Bindungswirkung haben. In der Praxis sind die Leitlinien aber von höchster Relevanz. Selbst das Bundesverwaltungsgericht hat diesen Stellungnahmen bei der Anwendung von EU-Recht eine gewisse Richtigkeitsvermutung unterstellt. Zudem haben die nationalen Aufsichtsbehörden bei Abweichungen von diesen Leitlinien und Empfehlungen die Verpflichtung, die Gründe hierfür ausführlich darzulegen.

**Interessenskonflikte möglich**

Bei solchen umfangreichen Ermächtigungen ist der Rechtsschutz von höchster Bedeutung. Deshalb ist bei der ESMA ein Beschwerdeausschuss eingerichtet, bei dem gegen Aufsichts-, Schlichtungs- und Krisenfallmaßnahmen Beschwerde eingelegt werden kann – ein Pendant zum deutschen Widerspruchsverfahren. Die Beschwerde hat dabei grundsätzlich keine aufschiebende Wirkung. Gegen eine ablehnende Beschwerdeentscheidung ist Klage vor dem Europäischen Gerichtshof möglich. Problematisch ist hierbei, dass der Beschwerdeausschuss als Teil der ESMA über die Anwendung und Auslegung von Normen entscheiden muss, an denen die ESMA teils selbst mitgewirkt hat. Ob der Europäische Gerichtshof über die Kapazitäten und die fachliche Kompetenz verfügt, um technische Einzelfragen unabhängig von den Stellungnahmen der ESMA angemessen beurteilen zu können, erscheint bisher allerdings fragwürdig.

**Vom klaren Verbot zum Kompromiss**

Welchen Effekt die Einbindung der ESMA haben kann, zeigt das Beispiel MiFID 2: Am

Vorschlag der Europäischen Kommission zur Regulierung von Vertriebsprovisionen bei der Anlageberatung im Rahmen der MiFID-2-Richtlinie (siehe *DZB 02/12* „Zwischen Anlegerschutz und Vertriebszielen“) hat auch die ESMA beratend mitgewirkt. Im Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments wurde er komplett überarbeitet. Nachdem es zwischen-

**In der überarbeiteten Regulierung zu Vertriebsprovisionen wimmelt es von unpräzisen und schwammigen Formulierungen**

zeitlich sogar nach einem grundsätzlichen Verbot von Provisionen in der Anlageberatung ausgesehen hatte, kam am Ende ein komplexer Kompromissvorschlag heraus, in dem es von schwammigen Formulierungen und unbestimmten Rechtsbegriffen nur so wimmelt. In Zukunft sollen zum Beispiel Anreiz- und Vergütungssysteme so konzipiert sein, dass die Vergütung von Mitarbeitern in Vertrieb und Beratung „nicht weitgehend“ von Verkaufszielen abhängt. Ferner soll die Wahrnehmung der Interessenwahrungspflicht gegenüber dem Kunden durch solche Anreiz- und Vergütungssysteme „nicht gefährdet“ werden. Diese Ziele sollen durch eine vertiefte Informationspflicht gegenüber dem Kunden erreicht werden. Schärfere Regelungen bis hin zum Provisionsverbot werden für die einzelnen Mitgliedsländer weiterhin möglich sein, da der Richtlinienentwurf entsprechende Optionen enthält. Im Endeffekt werden tech-

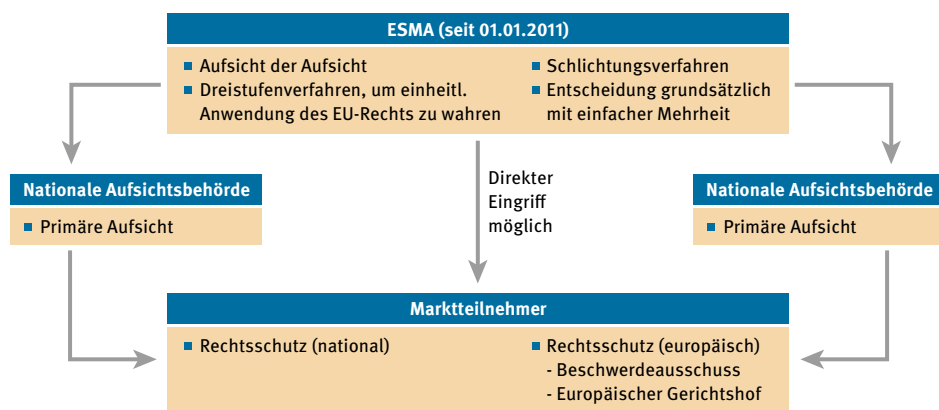
nische Regulierungs- und Durchsetzungsstandards, Leitlinien und Empfehlungen notwendig. Erst mit ihnen wird die ESMA faktisches Recht schaffen, mit dem die Vorgaben der Richtlinie operabel werden.

**Fazit: Sperrige Rechtsgebäude**

Mit der ESMA wurde eine europäische Superbehörde geschaffen, die über weitgehende Ermächtigungen und Befugnisse bis hin zu direkten Eingriffsmöglichkeiten gegenüber einzelnen Marktteilnehmern verfügt. Besonders problematisch ist hierbei, dass bestimmte Rechtsanwendungsfragen in Zukunft mit einfacher Mehrheit entschieden werden können. Dies mag auf den ersten Blick effizient und für eine einheitliche Rechtsanwendung innerhalb der EU förderlich erscheinen. Es bleibt aber die Frage, warum Mitgliedsländer in Ausbau und Kompetenz ihrer nationalen Aufsichtsbehörden investieren sollten, wenn komplexe Fragen, bei denen auch die Besonderheiten der nationalen Finanzmärkte zu berücksichtigen wären, letztlich durch eine einfache und möglicherweise durch andere politische Gründe beeinflusste Abstimmung nach Köpfen entschieden werden.

Auch das zunehmende Gewicht der ESMA bei der Rechtsetzung ist kritisch zu sehen. Demokratisch legitimierte nationale Rechtsnormen verlieren zusehends an Bedeutung. Sie werden durch fachlich schlecht konzipierte und an nationale Rechtssysteme immer weniger anpassbare europäische Rechtsgebäude ersetzt, die zu einem immer größeren Anteil aus reinen Verwaltungsverlautbarungen bestehen. Wie man am Beispiel des Hin und Her bei der Regulierung der Vertriebsprovisionen sehen kann, kommen am Schluss dann tendenziell unklar formulierte Kompromisse auf Richtlinienenebene heraus, die durch Leitlinien und Empfehlungen der ESMA erst noch operabel gemacht werden müssen. Die Marktteilnehmer haben hierbei das klare Nachsehen, da es viel zu lange dauert, bis sie sich auf die praktische Umsetzung bereits verabschiedeten EU-Rechts mit einem genügenden Maß an Rechtssicherheit einstellen können.

**Die europäische Aufsichtsstruktur**



\* Dies ist ein externer Beitrag. Der Inhalt gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.