

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) – Ein neuer Akteur auf den Kapitalmärkten Europas

von Dr. *Fabian Walla*, LL.B.

I. Einleitung

Nach langen Debatten über die Frage, ob die Schaffung einer mehr oder minder zentralen europäischen Aufsichtsinstitution nach dem Vorbild der US-amerikanischen *Securities Exchange Commission (SEC)* sinnvoll sei oder nicht,¹ wurde – angestoßen durch die globale Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise – die *Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)* mit dem Inkrafttreten der ESMA-VO zum 01.01.2011 errichtet.² Die neue Behörde hat ihren Sitz in Paris. Die wichtigsten Vorarbeiten für die neue die Stellung der neuen Behörde wurden durch eine Expertengruppe unter der Leitung von *Jacques de Larosière* geleistet, die von der Europäischen Kommission im Zuge der Bewältigung der internationalen Finanzmarktkrise mit der Erarbeitung von Reformvorschlägen für die europäische Banken-, Versicherungs- und Kapitalmarktaufsicht beauftragt wurde.³ Die Eckpfeiler für das neue Aufsichtssystem legte die Kommission in ihrem Legislativpaket vom 23.09.2009 fest.⁴ Am 22.09.2010 billigte das Europäische Parlament nach intensiver Diskussion zwischen Kommission, Parlament und Rat mit einigen Änderungen die Vorschläge der Kommission.⁵

II. Die ESMA als Element der neuen europäischen Finanzmarktaufsicht

Die ESMA ist ein Element der neuen europäischen Finanzmarktaufsichtsarchitektur.⁶ Diese beruht auf zwei Säulen: So soll zum einen auf der „Makroebene“ systemischen Risiken für das gesamte Finanzsystem in Europa entgegengewirkt werden,⁷ zum anderen auf der „Mikroebene“ die Aufsicht über die einzelnen Finanzdienstleister und Kapitalmarktteilnehmer europäisiert werden. Auf der Mikroebene wurde das *Europäische System für die Finanzaufsicht (ESFS)*⁸ geschaffen, dessen Kernelement die Errichtung dreier zentraler europäischer Behörden mit eigener Rechtspersönlichkeit⁹ war. Im Zuge dieses Konzeptes wurden daher neben der ESMA eine *Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA)*¹⁰ mit Sitz in Frankfurt sowie eine *Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA)*¹¹ mit Sitz in Frankfurt am Main gegründet.

Diese neuen europäischen Behörden bilden zusammen mit den nationalen Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten ein Netzwerk zur Beaufsichtigung der Finanzmarktakteure in Europa. Um die Kooperation und Koordination zwischen Makro- und Mikroebene sowie zwischen den Behörden der Mikroebene untereinander sicherzustellen, wurde ein „Gemeinsamer Ausschuss“ eingerichtet.

III. Die ESMA als Rechtssetzungsinstitution

Die ESMA ist als Akteur am kapitalmarktrechtlichen Rechtssetzungsprozess auf europäischer Ebene beteiligt. Sie berät zum einen die Kommission bei ihrer Rechtssetzung. Zum anderen erlässt sie unverbindliche „Leitlinien und Empfehlungen“ und erarbeitet „Technische Regulierungsstandards“ sowie „Technische Durchführungsstandards“, die Außenwirkung gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern entfalten.

1. Beratung der Kommission bei ihrer delegierten Rechtssetzung

Zunächst ist die ESMA am europäischen Rechtssetzungsverfahren beteiligt, indem sie die Kommission bei ihrer delegierten Rechtssetzung berät und unterstützt. Die ESMA tritt insofern die direkte Nachfolge von CESR an, deren *technical advices*¹² bei der Erarbeitung von delegierten Rechtsakten auf Stufe zwei des *Lamfalussy*-Verfahrens, das auch nach der Reform der EU-Institutionen durch den Vertrag von Lissabon sowie der Errichtung der ESMA im Grundsatz weiterhin Anwendung findet,¹³ von signifikanter Bedeutung waren.

a) Leitlinien und Empfehlungen

Die ESMA ist nach Art. 16 ESMA-Verordnung befugt, „Leitlinien und Empfehlungen“ zu erlassen. Hierbei handelt es sich um – rechtlich freilich nicht verbindliche – abstrakt-generelle Vorgaben an die nationalen Aufsichtsbehörden und die Marktteilnehmer. Diese sind gehalten, alle erforderlichen Anstrengungen zur Befolgung der Empfehlungen und Leitlinien zu unternehmen.¹⁴ Bei einer fehlenden Befolgung haben die nationalen Behörden sich gegenüber der ESMA nach dem *comply or explain*-Prinzip darüber zu erklären, warum sie die Empfehlung oder Leitlinie nicht umzusetzen gedenken.

b) Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards

Schließlich kann die ESMA „Technische Regulierungsstandards“ und „Technische Durchführungsstandards“ erarbeiten, die dann von der Kommission zu bestätigen sind (*endorsement*). Diese Bestätigung soll die Kommission nur in Ausnahmefällen verweigern.¹⁵ Entsprechende Technische Regulierungs- oder Durchführungsstandards ergehen nach Art. 10

Abs. 4 bzw. Art. 15 Abs. 4 ESMA-Verordnung als Verordnung oder als Beschluss, sodass ihnen in jedem Fall eine unmittelbare Geltung zukommt und kein nationaler Transformationsakt erforderlich ist.

aa) Technische Durchführungsstandards

Zunächst kann die ESMA Technische *Durchführungsstandards* nach Art. 15 ESMA-Verordnung vorbereiten und der Kommission vorlegen. Hierbei handelt es sich um Vorschriften ohne einen eigenen Regelungsgehalt. Sie sollen vielmehr allein die Bedingungen der Anwendungen anderer Rechtsakte ausformen.¹⁶ Die primärrechtliche Grundlage von Technischen Durchführungsstandards ist Art. 291 AEUV.

bb) Technische Regulierungsstandards

Als zweites kann die ESMA auf der Grundlage von Art. 290 AEUV Technische *Regulierungsstandards* erlassen. Solche Rechtsakte dürfen keine strategischen oder politischen Entscheidungen beinhalten,¹⁷ allerdings handelt es bei ihnen im Gegensatz zu den Technischen Durchführungsstandards um Rechtsakte, bei denen ein gewisser legislativer Spielraum ausgefüllt wird. Die praktische Reichweite der Ermächtigung zum Erlass von Regulierungsstandards lässt sich anschaulich an der Neufassung der Ratingagenturen-Verordnung¹⁸ – als ersten europäischen Rechtsakt, der die Errichtung der ESMA voraussetzt – illustrieren: Neben den Verfahrensregeln in Art. 21 Abs. 4 lit. a) bis c) Rating-Verordnung wird die ESMA durch Art. 21 Abs. 4 lit. d) beauftragt, durch Regulierungsstandards zu bewerten, ob Ratingmethoden nach Art. 8 Abs. 3 der Verordnung als streng, systematisch, beständig und auf historischen Erfahrungswerten beruhend einzuordnen sind. An dieser Stelle wird die ESMA also beauftragt, für die Praxis bedeutende Regeln mit einem „materiellen“ Regelungsgehalt zu setzen. Gleiches kann auch im Hinblick auf die durch die sog. Omnibus I-Richtlinie¹⁹ eingeführten Ermächtigungen zur Konkretisierung der *Lamfalussy*-Richtlinien beobachtet werden: Nach Art. 10 a Abs. 8 MiFID kann die europäische Behörde Regulierungsstandards erarbeiten, die erschöpfend regeln, welche Informationen von einem Investor zu übermitteln sind, damit die Aufsichtsbehörden darüber entscheiden, ob der Erwerb einer qualifizierten Beteiligung an einer Wertpapierfirma zulässig ist. Nach Art. 16 Abs. 3 Prospektrichtlinie soll die ESMA überdies Vorschriften dazu erarbeiten, wann eine wesentliche Ungenauigkeit eines Wertpapierprospekts oder ein wesentlicher neuer Umstand mit der Folge, dass eine Korrektur des Prospektes erforderlich ist, vorliegt.

Die jüngsten Entwürfe auf europäischer Ebene zeigen, dass weiterhin die Tendenz besteht, der ESMA größere Entscheidungsspielräume zu übertragen: So weist *Moloney* zu Recht darauf hin, dass die ESMA nach dem Entwurf für eine EU-Verordnung zur Regelung außerbörslich gehandelter Derivate²⁰ auf zahlreichen Feldern Regelungen mit materiellem Regelungsgehalt erarbeiten soll.²¹ Der Entwurf zur sog. Omnibus II-Richtlinie²² sieht in seinem Art. 1 zudem wichtige Änderungen der Prospekttrichtlinie vor: Die europäische Behörde soll durch Regulierungsstandards festlegen können, auf welche Dokumente in einem Wertpapierprospekt verwiesen werden muss, wie die Vorschriften über die Pflicht zur Veröffentlichung des Prospekts sowie über die Verbreitung von Werbeanzeigen konkretisiert werden und wie gewährleistet wird, dass Informationen des Emittenten über das Angebot mit den Angaben im Wertpapierprospekt im Einklang stehen. Die ESMA soll somit auch im Prospektrecht ermächtigt werden, Normen, die deutlich über reine Verfahrensfragen hinausgehen, zu erarbeiten.

IV. Fazit und Ausblick

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die ESMA befugt ist, Regelungen mit einem wichtigen materiellen Gehalt zu erarbeiten und nicht nur rein „technische“ Vorschriften. Es ist zudem damit zu rechnen, dass in Zukunft weitere Regelungen von hoher praktischer Relevanz für die Marktteilnehmer faktisch durch die ESMA gesetzt werden. Diese Entwicklung auf europäischer Ebene wird bei der Analyse und Reform der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland von wesentlicher Bedeutung sein. Der ESMA wird bei der Europäisierung des Kapitalmarktrechts daher eine entscheidende Rolle zukommen.

¹ Vgl. *Gower*, in: Buxbaum u. a., *European Business Law*, 307, 315 ff.; *Pan*, *Law and Policy in International Business* 34 (2003), 499, 526 ff.; *Thieffry*, *Financial Law Review* 18 (1999), 14 ff.; *Thieffry*, in: Ferran/Goodhart, *Financial Services*, 211, 220 ff.; *Karmel*, *Columbia Journal of Transnational Law* 38 (1999), 9, 32 ff.; *Wymeersch*, in: Ferran/Goodhart, *Regulation Financial Services in 21st Century*, 189, 193; eingehend zur Diskussion *Möller*, *Kapitalmarktaufsicht*, S. 189 ff.

² Verordnung (EU) Nr.1095/2010 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. EU L 331, S. 84.

³ Vgl. dazu den *de Larosière*-Bericht, abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf (Abruf vom 31.07.2011), S. 3.

⁴ KOM(2009), 499 endg.; KOM(2009), 500 endg.; KOM(2009), 501 endg.; KOM(2009), 502 endg.; KOM(2009), 503 endg. Vgl. ferner die Mitteilung der Kommission vom 27.05.2009, KOM(2009), 252 endg.

⁵ Vgl. Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 22.09.2010 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (KOM(2009)0503 – C7-0167/2009 – 2009/0144(COD)).

⁶ Als primärrechtliche Ermächtigungsgrundlage für das neue Finanzaufsichtssystem dient Art. 114 AEUV. Vgl. KOM(2009), 503 endg., Erwägungsgrund 10; diese Kompetenzgrundlage wird im Schrifttum als ausreichend erachtet, vgl. *Lehmann/Manger-Nestler*, *EuZW* 2010, 87, 88; *Pöttsch*, *FS Hopt*, 2010, 2367, 2370 ff.; *Lamandini*, *European Company Law* 6 (2009), 197, 200 unter Verweis auf EuGH, Rs. C-217/04, Slg. 2006, I-3771 (Vereinigtes Königreich/Europäisches Parlament). Ausführlich ferner *Centrum für Europäische Politik*,

Rechtsgutachten – Errichtung Europäischer Behörden für die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht, passim.

⁷ So wurde ein Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) als „Makroaufsicht“ geschaffen. Aufgabe des ESRB ist es, die allgemeine Stabilität des Finanzsystems in Europa zu überwachen. Dem ESRB wurde allerdings keine eigene Rechtspersönlichkeit zuerkannt, vielmehr ist er als ein bloßes Kooperationsgremium aus Vertretern der Kommission, der Europäischen Zentralbank, Vertretern der neu geschaffenen europäischen Aufsichtsbehörden der Mikroebene und Vertretern der nationalen Aufsichtsbehörden und Notenbanken konzipiert. Der ESRB kann jedoch Warnungen zu sich abzeichnenden Systemrisiken sowie Empfehlungen für Maßnahmen zu deren Bekämpfung abgeben. Rechtsverbindliche Eingriffs- oder gar Rechtssetzungsbefugnisse stehen ihm nicht zu. Vgl. dazu die Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 des Rates vom 17. 11.2010 zur Betrauung der Europäischen Zentralbank mit besonderen Aufgaben bezüglich der Arbeitsweise des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. EU L 331, S. 162.

⁸ Vgl. KOM(2009), 503 endg.

⁹ Art. 5 Abs. 1 ESMA-Verordnung. Vgl. dazu *Siekmann*, IMFS Working Paper, S. 11 ff.

¹⁰ Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission, ABl. EU L 331, S. 12.

¹¹ Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission, ABl. EU L 331, S. 48.

¹² Vgl. dazu *Möllers*, ZEuP 2008, S. 480, 488 ff.; *Spindler/Hupka*, in: Möllers, Geltung und Faktizität von Standards, S. 117, 130 f.

¹³ Vgl. *Walla*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 26 ff. für eine Darstellung der Rechtssetzung im Europäischen Kapitalmarktrecht vor der Errichtung der ESMA. Zusammenfassend zum System der delegierten Rechtssetzung nach dem Vertrag von Lissabon und der Errichtung der ESMA *Walla*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 45 ff.

¹⁴ Es ist von einer im Vergleich zu den CESR-Leitlinien hohen faktischen Bindungswirkung der ESMA-Leitlinien für die nationalen Behörden auszugehen, vgl. *Moloney*, European Business Organizations Law Review 12 (2011), 41, 65.

¹⁵ Erwägungsgrund 23 ESMA-Verordnung („nur in äußerst begrenzten Fällen und unter außergewöhnlichen Umständen geändert werden dürfen“); vgl. hierzu *Moloney*, European Business Organizations Law Review 12 (2011), 41, 43 f. die in diesem Zusammenhang von „quasi-rule-making powers“ der ESMA spricht.

¹⁶ Vgl. Art. 15 Abs. 1 S. 2 ESMA-Verordnung („Die technischen Durchführungsstandards sind technischer Art und beinhalten keine strategischen oder politischen Entscheidungen, und

¹⁷ Art. 10 Abs. 1 UnterAbs. 2 ESMA-Verordnung. Vgl. für eine Übersicht der der ESMA durch die Omnibus I-Richtlinie übertragenen Befugnisse zum Erlass von Technischen Standards *Centrum für Europäische Politik*, Technische Standards der Europäischen Aufsichtsbehörden, passim.

¹⁸ Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 11.05.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU L 145, S. 30.

¹⁹ Richtlinie 2010/78/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2009/65/EG im Hinblick auf die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) und der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde).

²⁰ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, KOM(2010), 484 endg.

²¹ Darauf hinweisend *Moloney*, European Business Organizations Law Review 12 (2011), 41, 69.

²² Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2003/71/EG und 2009/138/EG im Hinblick auf die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung und der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde, KOM(2011), 8 endg.