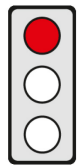


## KERNPUNKTE

**Ziel der Verordnung:** Die Aufgaben und Befugnisse der ESMA sollen deutlich erweitert werden.

**Betroffene:** ESMA, Investmentfonds, Wertpapierfirmen, Handelsplätze, Datenbereitstellungsdienstleister, Administratoren und Kontributoren zu Referenzwerten, Emittenten, Anleger.



**Pro:** –

**Contra:** (1) Eine EU-einheitliche Wertpapieraufsicht für EuVECA-, EuSEF und ELTIF-Fonds durch die ESMA ist verfehlt, solange das anzuwendende Recht nicht ebenfalls harmonisiert wird.

(2) Eine zentralisierte Aufsicht durch die ESMA über Wertpapierprospekte ist unverhältnismäßig gegenüber den Mitgliedstaaten. Eine rein koordinierende Tätigkeit der ESMA, etwa mittels an die nationalen Aufsichtsbehörden gerichteter Leitlinien, reicht aus.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

## INHALT

### Titel

**Vorschlag COM(2017) 536** vom 20. September 2017 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung[en]

- (EU) Nr. 1095/2010 zur Errichtung der **Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)**,
- (EU) Nr. 345/2013 über **Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA)**,
- (EU) 346/2013 über **Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF)**,
- (EU) Nr. 600/2014 über **Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR)**,
- (EU) 2015/760 über **Europäische langfristige Investitionsfonds (ELTIF)**,
- (EU) 2016/1011 über **Indizes**, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und
- (EU) 2017/1129 über den **Prospekt**, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist

### Kurzdarstellung

Hinweis: Artikelangaben beziehen sich, soweit nicht anders angegeben, auf den Richtlinienvorschlag COM (2017) 536.

#### ► Hintergrund

- Die Verordnung ändert die Vorschriften für die drei Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESAs). Dies sind:
  - die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA, in Paris; diese [cepAnalyse](#)),
  - die Europäische Aufsichtsbehörde für Versicherungen (EIOPA, in Frankfurt; s. [cepAnalyse](#)), und
  - die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA, noch in London, bald in Paris; s. [cepAnalyse](#)).
- Durch die Änderung weiterer Verordnungen verleiht sie der ESMA zusätzliche Aufsichtskompetenzen.

#### ► Mit der EBA-Verordnung und der EIOPA-Verordnung vergleichbare Vorschriften

- Die ESMA-Vorschriften zur Governance, zum Verhältnis zu den nationalen Aufsichtsbehörden, zur Rücknahme von Leitlinien, zur Finanzierung der Agentur, zu Stresstests, zur Erstellung eines Unionshandbuchs für die Aufsicht, zum Verbraucherschutz, zur Berücksichtigung von ökologischen, sozialen, technologischen und die Governance betreffenden Faktoren sowie die Aufgaben im Verhältnis zu Drittstaaten sind mit den Vorschriften für die EBA und EIOPA vergleichbar (vgl. dazu daher [cepAnalyse](#) zur EBA bzw. [cepAnalyse](#) zur EIOPA).

#### ► Wesentlicher Unterschied zur EBA-Verordnung und zur EIOPA-Verordnung

- Die ESMA erhält, anders als die EBA und EIOPA, direkte Aufsichtsbefugnisse; nämlich für ausgewählte Investmentfonds, Wertpapierprospekte und Referenzwerte sowie für Datenbereitstellungsdienstleister. Auch bekommt die ESMA Produktinterventions- und Ermittlungsbefugnisse.
- Das Direktorium des ESMA schlägt dem Rat der Aufseher insoweit Entscheidungen vor. Der Rat der Aufseher beschließt mit einfacher Mehrheit. Jeder nationale Aufseher verfügt über eine Stimme. [Art. 47 Abs. 4 i.V.m. Art. 44 Abs. 1 der ESMA-Verordnung]

► **Zulassung von und Aufsicht über ausgewählte Investmentfonds**

**Alleinige Zuständigkeit der ESMA**

- Die ESMA – und nicht mehr die nationalen Aufsichtsbehörden (NABs) – ist künftig zuständig für die Zulassung von und die Aufsicht über [Art. 4, 5 und 7]
  - Europäische langfristige Investitionsfonds (ELTIF) [Art. 5ff. ELTIF-Verordnung (EU) 2015/760, s. [cepAnalyse](#)],
  - Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) [Art. 14ff. EuVECA-Verordnung (EU) Nr. 345/2013] und
  - Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF) [Art. 15ff. EuSEF-Verordnung (EU) 2015/460].

**Geteilte Zuständigkeit der ESMA und der nationalen Aufsichtsbehörden**

- Die ESMA ist gemeinsam mit den NABs zuständig für die Aufsicht über die von nationalen Behörden nach der AIFM-Richtlinie [Richtlinie 2011/61/EU, s. [cepAnalyse](#)] zugelassenen Verwalter alternativer Investmentfonds (AIF) mit einem Fondsvermögen ab 500 Mio. Euro, wenn die Verwalter neben dem AIF auch einen EuVECA oder EuSEF vertreiben [Art. 4 Abs. 1; Art. 14a EuVECA-Verordnung und Art. 15a EuSEF-Verordnung].
- Die ESMA beaufsichtigt lediglich die Einhaltung EuVECA- und EuSEF-relevanter Anforderungen gemäß
  - der EuVECA- und EuSEF-Verordnungen und
  - nationaler Umsetzungsgesetze zur AIFM-Richtlinie.

► **Regulierungs- und Durchführungsstandards der ESMA**

- Zu einer Fülle von Vorschriften der EuVECA-, EuSEF- und ELTIF-Verordnungen erarbeitet die ESMA einheitliche technische Regulierungs- oder Durchführungsstandards [etwa Art. 7 Abs. 3 EuSEF-Verordnung].

► **ESMA-Befugnisse bei Prospekten**

- Die ESMA – und nicht mehr die NABs – ist künftig zuständig für die Genehmigung von in der EU erstellten Prospekten, die [Art. 31a der Prospekt-Verordnung (EU) 2017/1129]
  - für die Zulassung von Nichtdividendenwerten – d.h. Wertpapieren, die keine Aktien sind – an einem geregelten Markt, zu dem nur professionelle Anleger Zugang haben, nötig sind,
  - sich auf forderungsbesicherte Wertpapiere („asset backed securities“ oder „ABS“) beziehen,
  - Wertpapiere betreffen, die von Immobiliengesellschaften, Bergbauunternehmen, Forschungsunternehmen oder Schifffahrtsunternehmen begeben werden.
- Prospekte, die von einer Behörde in einem Drittstaat genehmigt wurden, gelten als EU-weit genehmigt, wenn die Kommission die dortige Rechtslage als „gleichwertig“ eingestuft hat. Die ESMA arbeitet mit der Drittstaatsbehörde zusammen und ist formell für die Aufsicht in der EU zuständig [Art. 29 der Prospekt-Verordnung].
- Die ESMA übernimmt die Notifizierung der genannten Wertpapiere bei der zuständigen Aufsichtsbehörde des Aufnahmemitgliedstaats, wenn sie in diesem angeboten oder zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen werden sollen („Pass-Notifizierung“) [Art. 31a der Prospekt-Verordnung].
- Die ESMA „kann“ künftig die Werbung für Wertpapiere kontrollieren, deren Prospekte sie selbst billigt. Auf Antrag der zuständigen Aufsichtsbehörde „muss“ die ESMA „alle oder einige Kategorien“ dieser Wertpapiere übernehmen. [Art. 22 Abs. 6a der Prospekt-Verordnung]

► **ESMA-Befugnisse bei Administratoren und Kontributoren zu Referenzwerten**

- „Referenzwerte“ (häufig: „Benchmarks“) sind Indizes, mit deren Hilfe u.a. der Wert eines Finanzinstruments festgestellt werden kann. „Kontributoren“ sind Personen, die Daten zu deren Bestimmung bereitstellen. „Administratoren“ kontrollieren die Bereitstellung der Referenzwerte. [Art. 3 Abs. 1 Ziff. 3, 6 und 9 der Referenzwerte-Verordnung (EU) 2016/1011]
- „Kritische Referenzwerte“ sind Referenzwerte von Administratoren in der EU die als Bezugsgröße für Finanzinstrumente oder -kontrakte [Art. 20 der Referenzwerte-Verordnung]
  - im Wert von mindestens 500 Mrd. Euro genutzt werden;
  - mit „geringerer Relevanz“, sofern es für die Werte keinen „marktbestimmten Ersatz“ gibt.
 Über die Einstufung entscheidet die Kommission in Durchführungsrechtsakten, wobei sie von den „Mitgliedstaaten“ „kontrolliert“ wird [Art. 20 Abs. 5 der Referenzwerte-Verordnung].
- Die ESMA – und nicht mehr die NABs – ist künftig insbesondere zuständig für die Aufsicht über [Art. 40 der Referenzwerte-Verordnung]
  - die Administratoren kritischer Referenzwerte,
  - in Drittstaaten angesiedelte Administratoren, die Referenzwerte in der EU bereitstellen,
  - die Kontributoren zu kritischen Referenzwerten und
  - die Kontributoren, die Eingabedaten an in Drittstaaten angesiedelte Administratoren liefern, die Referenzwerte in der EU bereitstellen.

► **ESMA-Befugnisse bei Datenbereitstellungsdienstleistern**

- Die ESMA – und nicht mehr die NABs – ist künftig zuständig für die Zulassung von und Aufsicht über die „Datenbereitstellungsdienstleister“ [Art. 27a ff. der MiFIR-Verordnung (EU) Nr. 600/2014].

- „Datenbereitstellungsdienstleister“ sind Personen, die [Art. 2 Abs. 1 Ziff. 34–36 und 36a der MiFIR-Verordnung]
  - im Namen von Wertpapierfirmen Handelsauskünfte veröffentlichen („genehmigtes Veröffentlichungssystem“ oder „APA“) oder
  - Handelsauskünfte auf Börsen und APAs einholen und sie in einem „kontinuierlichen elektronischen Echtzeit-Datenstrom konsolidieren“ („Bereitsteller konsolidierter Datenticker“ oder „CTP“) oder
  - im Namen von Wertpapierfirmen Einzelheiten zu Geschäften an die ESMA oder die zuständigen Aufsichtsbehörden melden („genehmigter Meldemechanismus“ oder „ARM“).
- **Zusätzliche Produktinterventions- und Ermittlungsbefugnisse der ESMA**
  - Künftig können die ESMA und die NABs bestimmte Finanztätigkeiten sowie die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf von Finanzinstrumenten durch Verwalter von OGAW-Investmentfonds (s. [cepAnalyse](#)) und alternativen Investmentfonds (AIF, s. [cepAnalyse](#)) verbieten oder einschränken, etwa wenn dies für den Anlegerschutz oder die Finanzmarktstabilität notwendig ist [Art. 1 Abs. 5a der MiFIR-Verordnung]. Bisher konnten sie dies nur bei Banken und Wertpapierfirmen tun [Art. 1 Abs. 5a der MiFIR-Verordnung].
  - Die ESMA erhält weitgehende Ermittlungsbefugnisse, z.B. zu Vorladungen oder Vor-Ort-Durchsuchungen [Art. 19a–21c der EuVECA-Verordnung, Art. 20a–22c der EuSEF-Verordnung, Art. 34–35g der ELTIF-Verordnung, Art. 48a–48l der Referenzwerte-Verordnung, Art. 43b–43l der Prospekt-Verordnung].

### Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Die Änderung der ESMA-Verordnung und der anderen Verordnungen dient dem „kohärenteren Funktionieren“ des Binnenmarktes. Das setzt EU-Handeln voraus.

### Politischer Kontext

Die Kommission hat im Frühjahr 2017 eine Konsultation zu den Tätigkeiten der ESAs durchgeführt.

### Stand der Gesetzgebung

20.09.17 Annahme durch Kommission

Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

### Politische Einflussmöglichkeiten

|   |   |
|---|---|
| Generaldirektionen:                     | GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion   |
| Ausschüsse des Europäischen Parlaments: | Wirtschaft/Währung (federführend), Berichterstatter: Burkhard Balz (EVP-Fraktion, D) und Pervenche Berès (S&D-Fraktion, FR) |
| Bundesministerien:                      | Finanzen  |
| Ausschüsse des Deutschen Bundestags:    | Finanzausschuss   |
| Entscheidungsmodus im Rat:              | Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)                        |

### Formalien

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| Kompetenznorm:                      | Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)                         |
| Art der Gesetzgebungszuständigkeit: | Geteilte Zuständigkeit [Art. 4 Abs. 2 AEUV]         |
| Verfahrensart:                      | Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren) |

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Wie schon die Bankenaufsicht, die im Zuge der Bankenkrise weitgehend bei der Europäischen Zentralbank (EZB) zentralisiert wurde, schlägt die Kommission – nun vor dem Hintergrund des Brexits – eine teilweise Zentralisierung der Wertpapieraufsicht in der EU vor. Allerdings gibt es bedeutende Unterschiede zwischen beiden Fällen: Erstens ist die gemeinsame Bankenaufsicht auf die Euro-Zone beschränkt, während die ESMA-Befugnisse in der gesamten EU gelten sollen. Zweitens herrscht im Bankensektor sowohl eine ausgeprägte grenzüberschreitende Verknüpfung unter den Banken als auch eine sehr große gegenseitige Abhängigkeit von Banken und Staaten. Diese Abhängigkeit hat die Kreditwürdigkeit mehrerer Euro-Staaten in Frage gestellt und zur Einrichtung der Rettungsschirme – insbesondere ESM für Staaten, SRF für Banken – geführt. Da diese Rettungsschirme letztlich mit einer Vergemeinschaftung von Risiken oder gar Kosten einhergehen, wurde die zentrale Bankenaufsicht durch die EZB beschlossen, um Moral-Hazard-Risiken durch opportunistisches Verhalten nationaler Bankenaufseher zu minimieren.

Als Begründung für die Zentralisierung der Wertpapieraufsicht in der EU kann all dies nicht dienen. Weder ist die grenzüberschreitende Verknüpfung im Wertpapiersektor mit derjenigen im Bankensektor vergleichbar, noch sind Wertpapierfirmen und Eurostaaten im größeren Ausmaß voneinander abhängig.

Theoretisch kann eine Zentralisierung der Wertpapieraufsicht zu einer EU-weit einheitlichen Behandlung ähnlicher

Fälle führen. Dies verhindert Regulierungsarbitrage und Wettbewerbsverzerrungen. Voraussetzung ist aber, dass die regulatorischen Vorschriften, welche die zentrale Behörde anwendet, EU-weit harmonisiert sind. **Eine EU-einheitliche Wertpapieraufsicht für EuVECA-, EuSEF und ELTIF-Fonds durch die ESMA ist verfehlt, solange das anzuwendende Recht nicht ebenfalls harmonisiert wird.**

Nur einige Vorschriften sind durch die EuVECA-, EuSEF-, und ELTIF-Verordnungen harmonisiert. Viele Vorschriften sind weiterhin national geregelt und sollen erst mit der Verordnung – durch technische Standards der ESMA – harmonisiert werden. Erstens ist bedenklich, dass die Aufsicht schon vor einer weiteren Harmonisierung zentralisiert wird. Zweitens sollte der Aufseher nicht gleichzeitig die Aufsichtsregeln setzen. Bei alternativen Investmentfonds drohen außerdem Kompetenzkonflikte mit den nationalen Aufsichtsbehörden (NABs). Ohnehin ist fraglich, ob die ESMA fachlich besser als die jeweilige nationale Behörde dazu in der Lage ist, die unterschiedlichen nationalen Umsetzungsgesetze der AIFM-Richtlinie anzuwenden.

Die Prospektvorschriften sind in höherem Maße harmonisiert – wengleich eine Reihe nationaler Regula-tionsausnahmen weiterhin besteht. **Eine zentralisierte Prospektgenehmigung durch die ESMA ist nicht notwendig, da eine engere Abstimmung der Tätigkeiten nationaler Behörden auch ohne zentralisierte Aufsicht, etwa durch Leitlinien der ESMA möglich ist.** Gegen Rechtsverstöße der NABs kann die ESMA schon heute vorgehen. Befremdend ist, dass Prospekte aus Drittstaaten mit gleichwertigem Aufsichtsregime ohne weitere Prüfung in der EU genutzt werden können. Warum Drittstaatbehörden eine angemessene Aufsicht zugetraut wird, den nationalen Behörden in der EU aber nicht, leuchtet nicht ein.

Eine zentralisierte EU-einheitliche Aufsicht über die Administratoren und Kontributoren kritischer Referenzwerte sowie über die Datenbereitstellungsdienstleister ist angesichts der grenzüberschreitenden Relevanz dieser Dienstleistungen durchaus nachvollziehbar. Allerdings hat die bestehende nationale Aufsicht nicht zu ernsthaften Problemen geführt, die es nun zu beheben gälte. Angesichts der Möglichkeit der ESMA, gegen Rechtsverstöße der NABs vorzugehen und verbindlich Konflikte zwischen den NABs zu schlichten, ist eine zentralisierte ESMA-Aufsicht der nationalen Aufsicht nicht überlegen.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die Maßnahmen dienen dem Funktionieren des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Die einschlägige Kompetenzgrundlage ist daher Art. 114 AEUV, wie auch vom EuGH bestätigt (Rs. C-270/12, Rn. 102 ff).

### Subsidiarität

Unproblematisch.

### Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

**Eine zentralisierte Aufsicht durch die ESMA über Wertpapierprospekte ist unverhältnismäßig gegenüber den Mitgliedstaaten.** Zwar ist sie grundsätzlich dazu geeignet, erhebliche nationale Unterschiede bei der Handhabung der Prospektgenehmigung zu verhindern. Dieses Ziel lässt sich aber auch mit einem milderem Eingriff in die Souveränität der Mitgliedstaaten erreichen. **Eine rein koordinierende Tätigkeit der ESMA, etwa mittels an die nationalen Aufsichtsbehörden gerichteter Leitlinien, reicht aus.**

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Die Verordnung verstößt gegen die Meroni-Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH, Rs. C-9/56). Eine Ermächtigung durch den EU-Gesetzgeber zugunsten der ESMA als eines nicht den EU-Institutionen angehörenden Organs ist nur zulässig, wenn die damit einhergehenden Exekutivbefugnisse klar definiert sind. In einem späteren Urteil (EuGH, Rs. C-270/12, Rn. 45-53) stellte der EuGH klar, dass die übertragenen Befugnisse keine Ermessungsspielräume umfassen dürfen. Zulässig ist allerdings, dass das Organ zwischen kollidierenden öffentlichen Interessen abwägt, sofern ein angemessenes System „verfahrenstechnischer und substantieller Beschränkungen“ besteht, das jede Verlagerung von Zuständigkeiten für strategische politische Entscheidungen verhindert. Das ist hier nicht der Fall, weil die ESMA im Rahmen der Fondsaufsicht über EuVECA und EuSEF die – bisher den nationalen Behörden zustehende – Befugnis erhält, im Falle einer „erheblich veränderten Geschäftstätigkeit“ mehr Eigenmittel zu verlangen (Art. 10 Abs. 3 und 4 EuVECA bzw. 11 Abs. 3 und 4 EuSEF). Diese Bestimmung erlaubt der ESMA politische Entscheidungen, weil keine Regula-tions- und Durchführungsstandards bestehen oder geplant sind, die den Ermessensspielraum die ESMA einschränken. Ausreichende „verfahrenstechnische und substantielle Beschränkungen“ liegen damit nicht vor.

### Auswirkungen auf das deutsche Recht

Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) muss geändert werden.

## Zusammenfassung der Bewertung

Eine EU-einheitliche Wertpapieraufsicht für EuVECA-, EuSEF und ELTIF-Fonds durch die ESMA ist verfehlt, solange das anzuwendende Recht nicht ebenfalls harmonisiert wird. Eine zentralisierte Aufsicht durch die ESMA über Wertpapierprospekte ist unverhältnismäßig gegenüber den Mitgliedstaaten; eine rein koordinierende Tätigkeit der ESMA, etwa mittels an die nationalen Aufsichtsbehörden gerichteter Leitlinien, reicht aus.