



Martin Lembke

## Eine Aufsichtsbehörde für den europäischen Kapitalmarkt



PETER LANG

# Einleitung

## I. Das Zusammenwachsen der europäischen Kapitalmärkte

Die europäischen Kapitalmärkte wachsen immer enger zusammen.<sup>1</sup> Hierzu haben die Vernetzung der Finanzmärkte durch elektronische Handelssysteme, der Einsatz von computerbasierten Börsensystemen, die Internationalisierung der Wirtschaft und der gemeinsame Europäische Binnenmarkt beigetragen.<sup>2</sup> Mit der Einführung des Euro in den Teilnehmerstaaten der Europäischen Währungsunion hat sich dieser Prozess weiter beschleunigt.<sup>3</sup> Inzwischen gehört es zum Alltag des europäischen Kapitalmarktgeschehens, dass Aktien an mehreren Börsen zum Handel zugelassen werden<sup>4</sup> oder bedeutende Unternehmen über nationale Grenzen hinweg fusionieren.<sup>5</sup> Börsen selbst denken über Zusammenschlüsse nach<sup>6</sup> bzw. vollziehen solche Zusammenschlüsse.<sup>7</sup> Durch die sich ständig beschleunigenden Entwicklungen ergeben sich bei der Beaufsichtigung der Kapitalmärkte neue Herausforderungen.<sup>8</sup>

Angesichts dieser Herausforderungen für Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden in den einzelnen Staaten der Europäischen Gemeinschaft stellt sich die Frage, ob zur Überwachung des zunehmend einheitlichen europäischen Kapitalmarktes nicht eine europäische Kapitalmarktaufsichtsbehörde geschaffen werden sollte, vergleichbar

---

1 *Krimphove*, Gesetzgebung im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht – eine ökonomisch-historische Betrachtung, EuR 2007, 597f.

2 Zur Internationalisierung und Computerisierung der Märkte aus amerikanischer Sicht: *Seligman*, The Transformation of Wall Street, S. 571-572. Vgl. auch zur dynamischen Entwicklung in Politik, Wirtschaft und Technik: *Fleischer*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2006, 389, 390.

3 Vgl. *Duisenberg*, The Euro as a Catalyst, International Business Lawyer, 2000, S. 498; *Storck*, Euromärkte und Europäische Währungsunion, in: Hummel/Breuer (Hrsg.), Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, S. 58.

4 Etwa die Aktie der Deutsche Telekom AG, die an allen deutschen Wertpapierbörsen sowie der NYSE in New York und der Börse in Tokio gehandelt wird.

5 So fusionierte z.B. 1999 die im DAX notierte Hoechst AG mit der französischen Rhone-Poulenc S.A. zur dann in Strasbourg ansässigen Aventis S.A., die ihrerseits 2004 von Sanofi-Synthelabo S.A. übernommen wurde; die italienische UniCredit S.p.A. übernahm 2005 die ebenfalls im DAX notierte Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG.

6 Die geplante Fusion der Deutsche Börse AG (als Rechtsträgerin der Frankfurter Wertpapierbörse) mit der London Stock Exchange plc (Rechtsträgerin und Veranstalterin des Londoner Börsenhandels – London Stock Exchange (LSE)) kam im Jahr 2002 nicht zustande. Ein Übernahmeangebot der Deutschen Börse für die LSE im Dezember 2004 war ebenfalls nicht erfolgreich. Im Mai 2006 beteiligte sich die NASDAQ an der LSE und die NYSE beabsichtigte die Übernahme von EuroNext.

7 So schlossen sich die Börsen Amsterdam, Brüssel und Paris im September 2000 zur EuroNext zusammen.

8 Zu den internationalen Herausforderungen im Bereich Clearing und Abwicklung: *Garten*, „Global Stock Trading Needs Fixing – and Fast“, in: Business Week (European Edition), January 29, 2001, S. 11.

etwa der amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde, der *Securities and Exchange Commission* (SEC). Ein vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union<sup>9</sup> eingesetzter Ausschuss wurde beauftragt, sich mit den Regulierungsmaßnahmen im Bereich des europäischen Kapitalmarktrechts zu befassen. Im Rahmen seines Berichtes nahm der nach seinem Vorsitzenden benannte Lamfalussy-Ausschuss auch zu Maßnahmen der Aufsicht Stellung und schlug verschiedene Maßnahmen zur Umgestaltung des Rechtsetzungsverfahrens in der Europäischen Gemeinschaft vor, die in der Folge umgesetzt wurden. Hinsichtlich einer europäischen Behörde vertrat der Ausschuss allerdings die Ansicht, dass eine solche Behörde zum Berichtszeitpunkt nicht in Erwägung zu ziehen sei.<sup>10</sup>

## II. Gegenstand und Aufbau der Arbeit

Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist die Frage nach der Notwendigkeit und Umsetzbarkeit einer zentralen Aufsichtsbehörde für den europäischen Kapitalmarkt. Sie wird gestellt vor dem Hintergrund einer rechtsvergleichende Betrachtung der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland und der Europäischen Gemeinschaft sowie den USA. Der Schwerpunkt der Betrachtung liegt dabei auf nationalen und europäischen Entwicklungen im Bereich der Aufsicht. Sie vermitteln einen Eindruck von der Dynamik des Wachstums der Märkte hinsichtlich Größe und Integration und der sie begleitenden Maßnahmen durch Rechtsetzung und Aufsichtstätigkeit. Dabei wird auch deutlich, dass die Abgrenzung des Kapitalmarkts als Teilmenge des Finanzmarkts Schwierigkeiten bereitet. Die Tätigkeit der Banken und Versicherungen und die Vorgänge am Kapitalmarkt durchdringen sich zunehmend. Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktprodukte werden vermehrt in Formen erbracht, die zugleich den verschiedenen Sektoren des Finanzmarkts, also Banken, Versicherungen und Wertpapiermarkt unterfallen. Die Arbeit behandelt daher teilweise auch diese Entwicklungen und versteht sie als Phänomen und Aspekt der vorliegenden Untersuchung.

Die Arbeit beginnt mit einer Darstellung der Aufsichtsstruktur in Deutschland und ihrer Entwicklung in den vergangenen Jahren. Diese Entwicklung ist geprägt durch eine Zentralisierung und Integration von Aufgaben der Aufsicht und geht einher mit der Zusammenfassung der Aufsichtsbereiche Banken, Versicherungen und Wertpapiermarkt sowie einer Umgestaltung der Struktur und Funktion der Deutschen Bundesbank im Rahmen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Die Entwicklung in Deutschland ist direkt mit Entwicklungen in der Europäischen Gemeinschaft und Maßnahmen der Gemeinschaft im Bereich des Kapitalmarktrechts

---

9 Der Begriff „Union“ wird von den Organen der Europäischen Gemeinschaft seit einigen Jahren auch dann verwendet, wenn es sich rechtlich um Organe oder Rechtssetzungsakte der Europäischen Gemeinschaft, basierend auf dem EGV, handelt. In der Arbeit wird jedoch regelmäßig der Begriff „Europäische Gemeinschaft“ benutzt, weil die vorliegend diskutierten Regelungsfragen dem EGV unterliegen. Zum Sprachgebrauch siehe etwa *Bleckmann*, Europarecht, Rn. 167, sowie *Pechstein/König*, Die Europäische Union, Rn. 5.

10 *Lamfalussy u.a.*, Erster Bericht, S. 28.

verbunden. Es wird der rechtliche Rahmen skizziert, der sich aus den Rechtssetzungsakten und Regelungszielen der Europäischen Gemeinschaft ergibt, und auch hier werden Entwicklungen der vergangenen Jahre dargestellt, die der wachsenden Integration der Märkte Rechnung tragen. Mit dem Bericht der Weissen um Lamfalussy ist dabei ein neues Kapitel in der Art und Weise der europäischen Rechtsetzung im Bereich des Kapitalmarktrechts aufgeschlagen worden, die für neue Dynamik bei der Rechtsetzung gesorgt und die Schaffung verschiedener Gremien auf europäischer Ebene gebracht hat.

Der europäischen Entwicklung gegenübergestellt wird eine Darstellung der Entstehung der Kapitalmarktaufsicht in den USA, die auf eine Geschichte von über 70 Jahren zurückblicken kann. In den USA überwacht seit 1934 die Securities and Exchange Commission als Bundesbehörde den Kapitalmarkt. Ihrer Schaffung ging im Jahre 1933 der Erlass eines ersten Bundeskapitalmarktgesetzes voraus. Seit ihrer Gründung entwickelte sich die SEC zur mächtigsten Wertpapieraufsichtsbehörde der Welt. Sie dient oft als Referenzmodell für eine starke, zentralisierte Aufsichtsbehörde.

Im dritten Kapitel der Arbeit werden sechs Aspekte der europäischen Kapitalmarktaufsicht analysiert. Dabei werden Schlussfolgerungen aus dem Vergleich der europäischen und US-amerikanischen Entwicklung der Kapitalmarktaufsicht gezogen und eine Bewertung des Lamfalussy-Berichts und des sich in seiner Folge entwickelten Lamfalussy-Verfahrens vorgenommen. Außerdem werden die Schwächen des Systems der Kapitalmarktaufsicht in der Europäischen Gemeinschaft untersucht und die Positionen und Argumente zur Schaffung einer europäischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde dargestellt. Abschließend wird untersucht, ob die Schaffung einer europäischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde nach dem EGV zulässig ist und die gewonnenen Ergebnisse zusammengefasst.

Die Arbeit schließt mit einem Exkurs, der ein mögliches Modell einer Europäischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde, ihren inneren Aufbau und die möglichen Aufgaben einer solchen Behörde darstellt.