



Martin Lembke

Eine Aufsichtsbehörde für den europäischen Kapitalmarkt



PETER LANG

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	5
Abkürzungsverzeichnis.....	11
Einleitung.....	17
I. Das Zusammenwachsen der europäischen Kapitalmärkte.....	17
II. Gegenstand und Aufbau der Arbeit.....	18
Kapitel 1: Kapitalmarktaufsicht in Europa.....	21
A. Kapitalmarktaufsicht in Deutschland.....	21
I. Überblick über die Entwicklung des Kapitalmarktrechts in Deutschland.....	21
II. Kapitalmarktaufsicht in Deutschland.....	25
1. Aufsichtsstruktur vor 1995.....	26
2. Aufsichtsstruktur seit 1995.....	26
3. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel.....	27
a) Entwicklung.....	27
b) Organisation.....	27
c) Tätigkeitsfelder.....	28
4. Nationale Zusammenarbeit im Forum für Finanzmarktaufsicht.....	29
5. Internationale Zusammenarbeit.....	31
III. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.....	32
1. Entwicklung der Allfinanzaufsicht, Bundesbankstrukturreform.....	32
2. Organisation der BaFin.....	33
3. Finanzierung.....	35
4. Aufgaben.....	36
a) Die Verfolgung von Insiderverstößen (Marktintegrität).....	36
b) Überwachung der Erfüllung der Meldepflichten nach § 9 WpHG.....	36
c) Kontrolle der Erfüllung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der Marktteilnehmer (Markttransparenz).....	38
d) Kontrolle der Einhaltung der Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen.....	42
e) Tätigkeit nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.....	44
f) Tätigkeit nach dem Wertpapierprospektgesetz.....	45
g) Bilanzkontrolle.....	45
5. Zwangsmittel der BaFin.....	46
IV. Bundesbankreform.....	46
1. Ziele der Reform.....	46
2. Organisation der Deutschen Bundesbank.....	47
3. Funktion der Hauptverwaltungen.....	48
B. Die Kapitalmarktregulierung in der Europäischen Gemeinschaft.....	48
I. Europarechtliche Kompetenzen.....	49
II. Entwicklungsschritte europäischer Kapitalmarktregulierung.....	49
1. Die Erste Kapitalverkehrsrichtlinie.....	50

2.	Segré-Bericht von 1966.....	51
3.	Die Kapitalverkehrsrichtlinie 88/361/EWG.....	52
4.	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion	53
III.	Das Ziel der Mindestharmonisierung.....	53
1.	Gegenseitige Anerkennung.....	54
2.	Europa-Pass	54
3.	Herkunftsstaatprinzip	55
4.	Mängel im System der Herkunftsstaatüberwachung.....	56
5.	Stellungnahme.....	59
IV.	Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen.....	60
1.	Ziele.....	60
2.	Dringlichkeitsstufen	60
3.	Zeitraumen.....	61
V.	Lamfalussy-Sachverständigenausschuss.....	62
1.	Mandat und Arbeitsweise	62
2.	Lamfalussy-Bericht	63
a)	Rahmenbedingungen und Vorteile eines integrierten europäischen Finanzmarkts	64
b)	Mängel der bestehenden europäischen Regulierung	64
c)	Problem Rechtsetzungsverfahren.....	66
d)	Schlussfolgerungen des Ausschusses der Weisen	67
VI.	Lamfalussy-Verfahren für Europäische Wertpapiermärkte.....	67
1.	Vier Ebenen der Regulierung.....	67
a)	Ebene 1	68
b)	Ebene 2	70
c)	Ebene 3	71
d)	Stellungnahme	71
e)	Ebene 4	73
f)	Stellungnahme	73
2.	Neue Ausschüsse im Bereich des Kapitalmarktrechts	74
a)	European Securities Committee (ESC).....	75
b)	Committee of European Securities Regulators (CESR).....	75
VII.	Neustrukturierung der europäischen Ausschussstruktur im Finanzdienstleistungsbereich.....	77
1.	Gründe für eine Neuausrichtung	77
2.	Ergebnisse der Neustrukturierung.....	78
3.	Auswirkungen auf den Bankensektor.....	78
4.	Auswirkungen auf den Versicherungssektor.....	79
5.	Auswirkung auf den Bereich der Investmentfonds	80
C.	Internationale Organisationen im Bereich der Kapitalmarktaufsicht.....	81
I.	Forum of European Securities Commissions (FESCO).....	81
1.	Aufbau und Struktur.....	81
2.	Aufgaben und Arbeit	81
3.	Stellungnahme.....	82
4.	Überführung in CESR	82
II.	International Organization of Securities Commissions (IOSCO)	83
1.	Organisation und Aufgaben.....	83
2.	Mitgliedschaft	84

3. Stellungnahme.....	85
Kapitel 2: Kapitalmarktaufsicht in den USA	87
I. Die Bedeutung des US-amerikanischen Kapitalmarkts.....	87
II. Commodity Futures Trading Commission.....	88
III. Föderaler Aufbau der USA	89
A. Kapitalmarktrecht der Bundesstaaten (Blue Sky Laws).....	90
I. Anfänge der Blue Sky Laws.....	90
1. Der Begriff „Blue Sky Law“	90
2. Erste Blue Sky Laws	91
II. Modellwertpapiergesetz (Uniform Securities Act).....	92
1. Uniform Sale of Securities Act (1929).....	92
2. Uniform Securities Act (1956).....	93
a) Verfahren zur Registrierung von Wertpapieren.....	93
b) Prüfung der Anmeldung durch die zuständige Behörde	96
c) Allgemeine Vorschriften des Uniform Securities Act of 1956	96
d) Zuständigkeit bei Berührung mehrerer Bundesstaaten	97
3. Revised Uniform Securities Act (1985).....	97
4. Uniform Securities Act (2002).....	98
a) Neukonzeption und Regelungsziele.....	99
b) Aufbau	100
c) Registrierungsverfahren	100
B. Die Entstehung des Bundeskapitalmarktrechts.....	101
I. Wertpapiergesetz	101
1. Der Kollaps der Börsen	101
2. Untätigkeit des Gesetzgebers.....	103
3. Untersuchung der Praktiken am Kapitalmarkt.....	105
4. Der Securities Act of 1933	106
a) Gesetzgebung.....	106
b) Ergebnis	108
II. Wertpapierhandelsgesetz.....	109
1. Die Börsen als Objekt der Aufsicht.....	109
2. Widerstand gegen staatliche Reglementierung.....	110
3. Gesetzgebung	111
a) Konkurrierende Vorschläge.....	111
b) Der Fletcher-Rayburn-Gesetzentwurf.....	112
c) Widerstand der Wall Street.....	113
d) Überarbeitung des Fletcher-Rayburn-Gesetzentwurfs.....	113
4. Die SEC als Kompromiss	114
5. Der Securities Exchange Act of 1934	115
III. Die Anfangszeit der SEC	116
a) Public Utility Holding Company Act of 1935	117
b) Rechtlicher Schwebezustand	118
c) Rechtsstaatliche Kritik an der SEC als Behörde.....	120
d) Die Entwicklung eines informellen Verfahrens.....	121
e) Self-Regulation	121
f) Der Maloney Act.....	122

g) Trust Indenture Act of 1939	123
h) Rechnungslegungsvorschriften	125
IV. Der Aufbau der Securities and Exchange Commission	126
1. Die Kommission.....	126
2. Die Bereiche der SEC.....	126
a) Division of Corporation Finance	126
b) Division of Trading and Markets	127
c) Division of Investment Management	128
d) Division of Enforcement	128
3. Offices and regional and district offices.....	130
C. Das Verhältnis von State Law und Federal Law.....	130
I. Rechtszersplitterung des State Law trotz Uniform Securities Act	130
1. Unterschiedliche Rechtsetzung	131
2. Unterschiedliche Ressourcen der Aufsichtsbehörden der Bundesstaaten	131
II. Verhältnis zur Federal Securities Regulation.....	131
1. Parallele Zuständigkeit	132
2. Unterschiedliche Regulierungsphilosophien auf Ebene des Bundes und der Bundesstaaten	133
a) Publizität (disclosure).....	133
b) Merit Regulation	133
c) Beschränkung des qualitativen Ansatzes	134
3. Erosion der Kompetenz der Bundesstaaten	135
D. Der europäische Kapitalmarkt aus Sicht der USA.....	137
 Kapitel 3: Analyse – Sechs Aspekte der europäischen Kapitalmarktaufsicht	139
A. Die Stärkung der Bundes- bzw. Gemeinschaftsebene.....	139
I. USA.....	140
II. Deutschland	141
III. Europäische Gemeinschaft.....	142
IV. Lehren aus der US-amerikanischen Entwicklung	144
B. Aspekte der europäischen Kapitalmarktregulierung	146
I. Zentralisierung als Produkt der Integration.....	146
II. Formen der Rechtsetzung.....	147
1. Richtlinie.....	147
2. Verordnung	148
III. Erhöhung der Regelungsdichte.....	148
C. Bewertung des Lamfalussy-Berichts und des Lamfalussy-Verfahrens.....	150
I. Inter-Institutional Monitoring Group.....	151
II. Stellungnahme	152
1. Betonung des Rechtsetzungsverfahrens auf Ebene der Europäischen Gemeinschaft	153
2. Vernachlässigung der Umsetzung und Anwendung des gemeinschaftlichen Kapitalmarktrechts	154
3. Institutionalisierung von Aufsichtsfunktionen auf europäischer Ebene.....	156

D.	Schwächen des gegenwärtigen Aufsichtssystems.....	158
I.	Prämisse der Einheitlichkeit	159
II.	Defizite bei der einheitlichen Anwendung von Gemeinschaftsrecht	161
1.	Mängel bei der Umsetzung von Gemeinschaftsrecht in nationales Recht	161
2.	Unterschiedliche Verwaltungstätigkeit nationaler Aufsichtsbehörden	162
a)	Unterschiedliche Behördenstrukturen.....	162
b)	Zurückbleiben der Aufsicht hinter der Rechtsetzung.....	163
c)	Defizite bei der Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden	166
d)	Fehlende Verfahren zur Lösung von Aufsichtskonflikten	168
e)	Unzulänglichkeit von Peer Reviews	169
f)	Unzulänglichkeit der freiwilligen Empfehlungen von CESR	169
III.	Nationale Alleingänge.....	170
IV.	Fazit.....	171
E.	Positionen und Argumente zur Schaffung einer europäischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde.....	172
I.	Positionen und Argumente gegen eine europäische Kapitalmarktaufsichtsbehörde.....	173
1.	Ablehnung zentralisierter Institutionen, Überregulierung, fehlende Marktnähe.....	173
2.	Stellungnahme.....	174
3.	Fehlende Erforderlichkeit einer europäischen Kapitalmarktbehörde.....	177
4.	Fehlende Zulässigkeit einer europäischen Kapitalmarktbehörde	178
a)	„Verfassungsrechtlich“ nicht zulässig.....	178
b)	Europarechtlich nicht zulässig.....	178
5.	Fehlende politische Realisierbarkeit	179
II.	Positionen und Argumente für eine europäische Kapitalmarktbehörde	180
1.	Notwendigkeit einheitlicher Aufsicht, Mängel der bestehenden Aufsichtsstruktur und Rechtsetzung.....	180
2.	Stellungnahme.....	182
F.	Zulässigkeit der Schaffung einer europäischen Kapitalmarktbehörde.....	183
I.	Kompetenz der Europäischen Gemeinschaft	183
1.	Kapitalmarktaufsicht als Aufgabe der Europäischen Gemeinschaft.....	184
a)	Grundsatz der begrenzten Ermächtigung	184
b)	Aufsichtskompetenz der Europäischen Gemeinschaft im Bereich des Kapitalmarktrechts.....	185
2.	Zulässigkeit der Schaffung einer Behörde.....	186
a)	Grundfreiheiten oder Binnenmarktharmonisierung als Kompetenzgrundlage?	187
b)	Artikel 308 EGV als Kompetenzgrundlage.....	188
c)	Aufgabenübertragung.....	190
II.	Subsidiarität.....	191
III.	Die Europäische Kommission als Aufsichtsbehörde.....	192
IV.	Andere Verwaltungseinrichtungen der Europäischen Gemeinschaft	193
	Kapitel 4: Zusammenfassung.....	197

Kapitel 5: Exkurs – Modell einer Europäischen Kapitalmarktbehörde.....	201
I. Organisationsstruktur.....	202
1. Behördenleitung.....	202
2. Verwaltungsrat.....	202
3. Beirat.....	203
4. Beschwerdekammern.....	204
II. Aufgaben einer europäischen Kapitalmarktbehörde.....	204
1. Zulassungsbehörde.....	204
2. Rechnungslegung.....	205
Literaturverzeichnis.....	207