

FCCR Policy Paper

Finanzmarktregulierung: ein Schlüsselfaktor für die Wettbewerbsfähigkeit der EU-Finanzwirtschaft

Dieses Strategiepapier des Frankfurter Frankfurt Competence Center for German and Global Regulation (FCCR) analysiert die Herausforderungen für die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Finanzwirtschaft. Die derzeitige Flut von Vorschriften und die Art der Regulierungsprozesse bremsen Wachstum. Die Autoren kritisieren den übermäßig komplexen Ansatz der EU-Finanzregulierung, insbesondere bei einer Betrachtung über die verschiedenen Lamfalussy-Stufen hinweg. Das Papier veranschaulicht die Überregulierung anhand der Kapitalanforderungen für Banken, der Strategie für Privatanleger, Nachhaltigkeitsrahmenwerken und Datenzugang. Abschließend wird eine neue Regulierungsstrategie vorgeschlagen, darunter eine bessere Einhaltung der Leitlinien für bessere Rechtsetzung, eine klare Abgrenzung der Zuständigkeiten der Aufsichtsbehörden und die Einführung von Wachstum und internationaler Wettbewerbsfähigkeit als Regulierungsziele.

Das Projekt des EU-Binnenmarktes ist ein Erfolg. Allerdings trifft die Integration des Binnenmarktes in den letzten Jahren zunehmend auf Hemmnisse. Auch bei der Aufrechterhaltung seiner Wettbewerbsfähigkeit auf globaler Ebene fällt Europa zurück. Die Finanzwirtschaft spielt für die Wettbewerbsfähigkeit anderer Sektoren eine zentrale Rolle, wurde unter dem Eindruck der schweren Finanz- und Bankenkrise in den Jahren bis 2009 aber mit einem fast unüberschaubaren Regelwerk überlastet. Ihre Anfälligkeit aufgrund regulatorischer Beschränkungen birgt das Risiko, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit Europas zu beeinträchtigen. Sie könnte ebenso die strategische Autonomie Europas in Zeiten wachsender globaler Rivalitäten untergraben, einschließlich der Fähigkeit der EU, eigene Entscheidungen zu treffen und ihre Wirtschaft widerstandsfähig zu machen. Eine weniger wettbewerbsfähige europäische Wirtschaft könnte schließlich auch den doppelten Übergang zu Nachhaltigkeit und Digitalisierung behindern.

I. Grundsatzfrage: Wie trägt die EU-Gesetzgebung zur Wettbewerbsfähigkeit der EU bei?

Es ist stets sinnvoll, vergangene Rechtsetzung zu überprüfen und daraufhin zu beurteilen, ob sie noch zweckmäßig ist. Außerdem ist aber auch die Art und Weise zu überprüfen, wie Recht auf europäischer Ebene neu geschaffen wird. Der EU-Gesetzgeber verfügt über einen weiten Spielraum bei der Festlegung von Prioritäten, wenn Entscheidungen mit

politischen, wirtschaftlichen und sozialen Implikationen getroffen werden müssen.¹ Er muss Prioritäten setzen. Davon abgesehen muss der EU-Gesetzgeber seine Entscheidungen auf objektive Kriterien stützen und prüfen, ob die verfolgten Ziele die Folgen für die Marktteilnehmer rechtfertigen. Wenn wir als Europäer stattdessen darin fortfahren, mit dem Regulierungsrahmen zu versuchen, „allen alles zu bieten“, werden wir auch weiterhin die inhärente wirtschaftliche und innovative Kraft der europäischen Unternehmen einschränken und ihr Wachstumspotenzial hemmen.

Der europäische Denkansatz ging schon immer von der Suche nach regulatorische Lösungen aus, was notwendig daraus folgt, dass diese Suche mit Gesetzgebungsvorschlägen startet, die dann einen Prozess durchlaufen, bei dem 27 hoheitliche Stellungnahmen und demgegenüber noch viel mehr sonstige Stellungnahmen abgegeben werden. Ganz zu schweigen von der Rolle, die die nationalen Aufsichtsbehörden im Vorfeld der Vorschläge spielen und über die sie die Meinungen der Mitgliedstaaten im Hintergrund lenken. Und das ist nur die öffentliche Seite... die private Seite liefert ebenfalls viele Standpunkte und Ratschläge. All dies führt zu überaus komplizierten Vorschlägen und Paketen, die jeweils darauf abzielen, alle jederzeit zufrieden zu stellen. Dabei sind die Schritte zur Umsetzung der legislativen Mandate (Stufe 2) noch nicht einmal berücksichtigt.

→ Die EU-Gesetzgebung muss Prioritäten setzen und Entscheidungen treffen!

Ein Merkmal der modernen Welt ist es, dass sich viele Herausforderungen sich nicht mehr eindeutig einem bestimmten Wirtschafts- oder Rechtsbereich zuordnen lassen. Insbesondere der ökologische und digitale Wandel wirkt sich auf alle Wirtschaftsbereiche aus. Das heißt jedoch nicht, dass keine Entscheidungen mehr getroffen werden müssen – im Gegenteil! Daneben ist in Bezug auf das Verfahren eine noch stärkere Koordinierung zwischen den verschiedenen politischen Entscheidungsträgern erforderlich, um eine umfassendere Strategie zur Festlegung der primären und sekundären Prioritäten sowie einen ausgewogenen und kohärenten Rahmen zur Verwirklichung dieser Prioritäten zu gewährleisten. Ein undifferenzierter Einheitsansatz führt zu nichts.

→ Je komplexer die Welt wird, desto wichtiger wird der Wille zu Entscheidungen!

Inhaltlich sind wir der Meinung, dass Europa einen politischen Rahmen anstreben sollte, der es seinen Unternehmen aller Branchen ermöglicht, sich auf den globalen Märkten zu etablieren und erfolgreich zu sein. Zu diesem Zweck sollte die Europäische Union:

- zuverlässig die wesentlichen Infrastrukturen zur Verfügung stellen, um Wachstum, Sicherheit und Wettbewerbsfähigkeit zu fördern.

¹ EuGH, Urteil vom 13 Dezember 2018, Rittinger u.a. (C-492/17) ECLI:EU:C:2018:1019, Rz. 77; Urteil vom 15. Juli 2021, Kommission / Landesbank Baden-Württemberg und CRU (C-584/20 P und C-621/20 P, Publié au Recueil numérique) ECLI:EU:C:2021:601, Rz. 117.

- das wirtschaftliche Umfeld verbessern, indem die Komplexität der Berichterstattung vermindert und Genehmigungsprozesse vereinfacht werden, indem geschäftliche Aktivitäten in der EU „durch „weniger Bürokratie und Berichtspflichten, höhere Risikotoleranz, bessere Durchsetzung und schnellere Genehmigungen vereinfacht und beschleunigt“ werden.²
- die Entwicklung des europäischen Binnenmarktes abschließen und dabei der Schaffung eines integrierten Finanzierungsmarktes durch seine Finanzdienstleister und Kapitalmärkte Vorrang einräumen, wobei zugleich verschiedene Übergangswege sichergestellt werden sollten.

→ Die EU sollte sich auf die Sicherung wesentlicher Ressourcen, die Vereinfachung von Verfahren und die Vollendung des Binnenmarktes konzentrieren, um die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft zu stärken.

Zuletzt stimmt es zwar, dass zunehmend Themen mit globalen Auswirkungen wie Klima/ESG aufkommen, doch sollte die EU solche Themen in erster Linie auf globaler Ebene angehen. Wenn die EU ihre eigene Regulierung ungeachtet der damit verbundenen Kosten für die Marktteilnehmer in der EU vorantreibt, könnte dies der Entwicklung des Binnenmarktes schaden und die globale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie schwächen.

II. Die Finanzmarktregulierung – eine Bremse für die Finanzwirtschaft und für das Wachstum der EU-Wirtschaft!

Eine Überprüfung ist insbesondere mit Blick auf die Art und Weise nötig, wie europäische Finanzvorschriften geschaffen und umgesetzt werden. In Art. 5 Abs. 4 des Vertrags über die Europäische Union (EUV) ist der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit verankert. Finanzvorschriften müssen danach, wie alle Vorschriften, in einem angemessenen Verhältnis zu den angestrebten legislativen Zielen stehen. Die wesentlichen Vorschriften für den betreffenden Bereich müssen in formellen Rechtsvorschriften niedergelegt werden und dürfen nicht delegiert werden.³ Demgegenüber übertragen die Verträge die delegierte Rechtsetzung den Organen, die im Normalfall für die Ausübung dieser übertragenen Befugnisse zuständig sind.⁴

² Vgl. von der Leyen, Statement at the European Parliament Plenary by President Ursula von der Leyen, candidate for a second mandate 2024-2029, 18. Juli 2024.

³ EuGH, Urteil vom 14. Oktober 1999, Atlanta / European Community (C-104/97 P, Slg. 1999, I-6983) ECLI:EU:C:1999:498, Rz. 76; Urteil vom 6. Juli 2000, Molkereigenossenschaft Wiedergeltingen (C-356/97, Slg. 2000, I-5461) ECLI:EU:C:2000:364, Rz. 21.

⁴ EuGH, Urteil vom 6. Mai 2008, Parlament / Rat (C-133/06, Slg. 2008, I-3189) ECLI:EU:C:2008:257, Rz. 47; Urteil vom 13. Juli 1995, Parlament / Kommission (C-156/93, Slg. 1995, I-2019) ECLI:EU:C:1995:238, Rz. 18.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob die derzeitige Finanzregulierung optimal auf ihre Ziele ausgerichtet ist. Nach dem *Lamfalussy*-Prozess besteht die Finanzregulierung der EU aus drei Ebenen. Stufe 1 sollte ursprünglich aus Rahmengesetzen bestehen, Stufe 2 aus Durchführungsmaßnahmen, in denen technische Details festgelegt werden, und Stufe 3 aus Leitlinien, Empfehlungen und wechselseitigen Begutachtungen im Interesse aufsichtlicher Konvergenz. In der Praxis wurden jedoch bei den Vorschriften der Stufe 1 und den Maßnahmen der Stufe 2 Ansätze gewählt, die zu detailliert sind, um der Heterogenität von Banken hinsichtlich ihrer Größe, Komplexität und Risikoprofile Rechnung zu tragen.

→ Der Schwerpunkt der Regulierung der Stufen 1 und 2 sollte auf einheitlich anwendbaren Grundsätzen liegen, nicht auf Kriterien für die Beurteilung des Einzelfalls.

Darüber hinaus bleibt die Unterscheidung zwischen Standards der Stufe 3 und der bloßen Anwendung von Vorschriften unklar. Die Aufsichtsbehörden legen Standards der Stufe 3 einheitlich fest und setzen sie durch, ohne zwischen der Durchsetzung verbindlicher Vorschriften und einer fallbezogenen Ausübung von Regulierungs- oder Aufsichtsspielräumen zu unterscheiden. Damit wird die in der EU-Rechtsprechung entwickelte Anforderung verfehlt, dass Ermessensentscheidungen begründet sein und die relevanten Umstände berücksichtigen müssen.⁵ Um verhältnismäßig zu sein, sollten die Aufsichtsbehörden ihre Entscheidungsspielräume so ausnutzen, dass die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) komplexe Anwendungsvorgaben nur dann machen oder durchsetzen, wenn sie einen klaren zusätzlichen aufsichtsrechtlichen Nutzen nachweisen können. Andernfalls dürfte es besser sein, von aufsichtsbehördlichen Interventionen abzusehen.

→ Eine besser kalibrierte und falladäquatere Anwendung und Durchsetzung der Finanzregulierung ist nötig!

Um das Finanzaufsichtsrecht auf allen drei Ebenen dieser Regulierung zu verbessern, sollten die folgenden Leitprinzipien beachtet werden:

1. Die Vorschriften der Stufe 1 sollten eindeutig sein und die Hauptanforderungen („wesentliche Vorgaben“) klar definieren, ohne dass Regulierungs- und Aufsichtsbehörden eingreifen.
2. Maßnahmen der Stufe 2 sollten sparsam und ausschließlich für technische Aspekte eingesetzt werden (d. h. Regulierungs- und Aufsichtsbehörden sollten keine Entscheidungen über Hauptanforderungen treffen).
3. Die Leitlinien der Stufe 3 sollten effektiv als „Soft Law“ behandelt und nicht de facto mit verbindlichen aufsichtsbehördlichen Anforderungen gleichgesetzt werden.

⁵ EuGH, Urteil vom 8. Mai 2019, Landeskreditbank Baden-Württemberg / ECB (C-450/17 P, Publié au Recueil numérique) ECLI:EU:C:2019:372, Rz. 77; Gericht, Urteil vom 11 September 2002, Pfizer Animal Health / Rat (T-13/99, ECR 2002, II-3305) ECLI:EU:T:2002:209, Rz. 171.

III. Beispiele, bei denen eine Überarbeitung der Finanzmarktregulierung effektiv zum Wachstum beitragen könnte

Die oben genannten Erkenntnisse und Empfehlungen wurden auch schon an anderer Stelle geäußert – allerdings in abstrakter Form und wirkungslos. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit möchten wir daher nachfolgend einige Beispiele anführen, um unseren Standpunkt weiter zu verdeutlichen.

Beispiel A: Eigenmittelvorgaben

Das Prinzip der Verhältnismäßigkeit spiegelt sich zwar in der Eigenmittelverordnung und der Eigenmittelrichtlinie wider, seine Spezifizierung auf Stufe 2 und Stufe 3 bleibt jedoch begrenzt und ist nicht konsistent:

- So führt die Verordnung auf Stufe 1 die Kategorie der kleinen und nicht komplexen Institute (Small and Non-Complex Institutions – SNCIs) ein, für die bestimmte vereinfachte Anforderungen gelten. Bei der Umsetzung und weiteren Spezifizierung dieser Anforderungen in den Rechtsvorschriften der Stufen 2 und 3 wird jedoch häufig die Heterogenität von Banken hinsichtlich ihrer Größe, Komplexität und Risikoprofile nicht vollständig berücksichtigt.
- Die Standards der Stufe 2 erlegen Instituten häufig ohne Differenzierung umfangreiche und detaillierte Verpflichtungen auf, wobei nur begrenzte Differenzierungen vorgenommen werden (siehe z. B. die technischen Durchführungsstandards der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority – EBA) zu aufsichtlichen Meldungen und zu Offenlegungen gemäß Säule 3).
- Die Instrumente der Stufe 3 und Leitlinien der Europäischen Zentralbank (EZB) verschärfen diese Probleme, indem sie standardisierte Erwartungen festlegen (z. B. die EBA-Leitlinien zum Aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP) und die Leitlinie der EZB zu klimabezogenen und ökologischen Risiken). Dies führt zu einer unangemessenen Belastung kleinerer Institute, ohne dass dafür klare aufsichtsrechtliche Gründe vorliegen.
- Der Aufsichtsansatz führt häufig zu weiteren Belastungen. Die Aufsichtsbehörden behandeln die Leitlinien der ESAs und der EZB eher als letztlich verbindliche Anforderungen denn als Hinweise auf bewährte Verfahren und Empfehlungen. Darüber hinaus besteht die Tendenz zum „Tick-the-Box“-Vorgehen.

Eine differenzierte Festlegung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen für Banken auf Stufe 1 (d. h. geringere Eigenmittelanforderungen für kleinere Banken) oder die Schaffung eines separaten Regulierungsrahmens würde eine wesentliche Änderung des Regulierungsansatzes darstellen, die nur sehr schwer zu erreichen sein und den internationalen

Harmonisierungsbemühungen im Bereich der aufsichtsrechtlichen Anforderungen zuwiderlaufen dürfte. Dennoch sollte eine konsequentere Anwendung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit in Betracht gezogen werden, wenn schon nicht im Rechtsrahmen, dann zumindest bei der Umsetzung und in der Aufsichtspraxis:

- Wenn in Stufe 1 eindeutig eine verhältnismäßige Regelung angestrebt wird, sollte die Beweislast für die Auferlegung komplexer Anforderungen an kleinere Banken bei den ESAs liegen, d. h. Anforderungen sollten nur auferlegt werden, wenn ein klarer zusätzlicher aufsichtsrechtlicher Nutzen nachgewiesen wird.
- Darüber hinaus könnte eine verstärkte Anwendung prinzipienbasierter Regulierung die Flexibilität der Aufsicht verbessern und eine risikosensitivere/ergebnisorientierte Anwendung der Anforderungen ermöglichen, während die zentralen aufsichtsrechtlichen Ziele weiterhin gewahrt bleiben.
- In addition, increasing the use of principle-based regulation could improve supervisory flexibility and enable a more risk-sensitive/outcome-focused application of the requirements, while still maintaining the core prudential goals.

Beispiel B: Die Retail Investment-Strategie (RIS)

Bei der Strategie für Kleinanleger (Retail Investment-Strategie – RIS) handelt es sich nicht um einen einzelnen Rechtsakt, sondern um ein Gesamtkonzept, mit dem mehrere bestehende EU-Richtlinien und Verordnungen überarbeitet werden. Im Einzelnen:

- MiFID II (Marktregeln für Anlagedienstleistungen),
- IDD (Versicherungsvertrieb),
- OGAW-Richtlinie (Investmentfonds),
- AIFMD (Alternative Investmentfonds) und
- PRIIPs-Verordnung (Basisinformationen für Anlageprodukte).

Mit dem RIS soll sichergestellt werden, dass Anlageprodukte den Kleinanlegern einen „echten Gegenwert für ihr Geld“ bieten. Das Ziel ist lobenswert, die vorgeschlagenen Maßnahmen gehen aber viel zu weit.

Der Versuch, die Preise von Unternehmen gegenüber Anlegern zu regulieren (Value For Money – VFM), führt zu redundanten VFM-Benchmarks. Die Kosten sind nicht der einzige relevante Gesichtspunkt. Anleger können aus verschiedenen Gründen eine vergleichsweise teurere Strategie wünschen (mit Blick auf die erwartete Rendite, Nachhaltigkeitseigenschaften usw.). Die vorgeschlagenen VFM-Benchmarks können Innovationen behindern, da solche Produkte in der Regel mit höheren Anfangskosten verbunden sind, z. B. bei der Übergangsfinanzierung. Dies ist ein klassisches Marktproblem.

Kundenprozesse, insbesondere die Annahme neuer Kunden, werden durch die vielen regulatorischen Details zum unkalkulierbaren Risiko. Die Vereinfachung der Kundenprozesse ist von entscheidender Bedeutung. Die Prüfungen dürfen nicht noch komplexer werden. Die Informationen müssen vielmehr auf sinnvolle Details beschränkt werden.

Die derzeit vorgesehene obligatorische Prüfung des Kundeninteresses zielt darauf ab, das am besten geeignete und kosteneffizienteste Finanzprodukt für die Bedürfnisse der Kunden zu ermitteln. Dieser Test steht sinnbildlich dafür, wie gut gemeinte Regulierung unbeabsichtigt zu einer Überstandardisierung der Kundenprozesse führen kann.

Das pauschale Verbot von Anreizen im Vertrieb zielt in die gleiche Richtung einer Überversorgung. Es ist untauglich und unterläuft sogar das politische Ziel, die Kleinanleger besser einzubinden und ihre faire Behandlung und angemessenen Schutz sicherzustellen. Ein generelles oder auch nur ein Teilverbot von Anreizen würde die Banken dazu zwingen, die Finanzberatung ausschließlich über Honorarmodelle zu vergüten. Dieser Ansatz würde in erster Linie vermögenden Kunden zugute kommen. Dagegen würde Personen mit bescheideneren Mitteln der Zugang zur Finanzberatung erschwert. Infolgedessen könnte die Vermögensberatung insbesondere für Kleinanleger an Attraktivität verlieren. Das könnte sie davon abhalten, sich überhaupt an den Finanzmärkten zu beteiligen. Die Verordnung liefe dann Gefahr, letztlich das Gegenteil des angestrebten Ziels zu erreichen – indem sie den Zugang von Kleinanlegern zu den Finanzmärkten zu beschränkt, statt ihn zu erleichtern. Die Europäische Kommission hat selbst festgestellt, dass ein vollständiges Verbot erhebliche und unmittelbare Auswirkungen auf die bestehenden Vertriebssysteme hätte. Auch ein Teilverbot würde die Banken vor erhebliche operative Herausforderungen stellen. Das wäre der Fall, wenn Kunden zunächst Beratung in Anspruch nehmen und dann weitere Anteile eines Fonds über das *Execution-only*-Verfahren kaufen oder umgekehrt. Die Einigung des Europäischen Parlaments und der polnischen Ratspräsidentschaft vom April 2025, das vorgeschlagene Verbot von Teilanreizen zu streichen und es auf eine spätere Überprüfung zu verschieben, ist zu begrüßen. Das Verbot sollte besser insgesamt nicht weiterverfolgt werden. Die Verbraucherinteressen können ausreichend geschützt werden, indem die Anreize im Vertrieb transparent gemacht werden.

Zum selben Bereich des obligatorischen Kundenschlutzes gehören auch die durch MiFID II auferlegten Beschränkungen für Kleinanleger. Die undifferenzierte Einstufung als Kleinanleger schränkt die Dienstleistungen und Produkte ein, die anspruchsvollen Kunden zur Verfügung gestellt werden können. Dies ist nicht nur den langfristigen Anlagezielen der Kunden abträglich, sondern auch den Zielen der EU-Kapitalmarktunion, Kapitalmarktanlagen zu fördern. Wenn solche Regeln als wichtig erachtet werden, müssen die Kriterien für eine freiwillige Höherklassifizierung (*opt-up*) auf jeden Fall leicht anwendbar sein. Der nötige Einzeltest sollte sich auf einschlägige Kenntnisse (statt: Anzahl der Transaktionen) konzentrieren und das *opt-up* auf Portfolioebene (statt: nur nach Anlageklassen)

ermöglichen. Ziel sollte es sein, eine angemessene Anlagediversifizierung zu gewährleisten und die übliche Arbeitsweise der Vermögensverwaltung widerzuspiegeln

Langfristig kann die vorgeschlagene RIS-Richtlinie durchaus Vorteile bringen. Kurz- bis mittelfristig sind die vorgeschlagenen Regeln aber zu komplex, unklar und hemmen die Anlagebereitschaft. Die Finanzmarktteilnehmer fordern deshalb von der Europäischen Kommission mehr Klarheit, De-minimis-Grenzen und eine pragmatischere Orientierung an den Erfordernissen praktischer Anwendung.

Beispiel C: Nachhaltigkeitsrahmen

Derzeit werden im Rahmen der Omnibus-Gesetzgebung wichtige Anpassungen vorgenommen. Als Sofortmaßnahme wäre es aber notwendig, die Anwendung der CSRD, der CSDDD und der Taxonomie auszusetzen, bis eine Einigung über Änderungen im Rahmen des Omnibus-Pakets erzielt wird. Die Streichung der doppelten Offenlegungspflichten auf Unternehmensebene für Unternehmen des Finanzbereichs aus der Taxonomie und der SFDR ist besonders dringend. Hier handelt es sich um ein besonders krasses Beispiel für unkoordinierte Regulierung. Die SFDR-Berichtspflichten auf Unternehmensebene zu den wesentlichsten „wichtigsten nachteiligen Auswirkungen“ (Principal Adverse Impacts – PAI) in Bezug auf die Nachhaltigkeitsstrategie sollten im Hinblick auf die CSRD/ESRS-Berichtspflichten überdacht werden. Ziel sollte es sein, die bestehenden Überschneidungen zwischen den CSRD-Berichtspflichten und den SFDR PAI-Berichtspflichten auf Unternehmensebene zu beseitigen.

Die Berichtspflicht für die Green Asset Ratio (GAR) im Rahmen der Taxonomieverordnung sollte vollständig aufgehoben werden. Der Nutzen und die Verwendbarkeit der gemeldeten GAR-Informationen sind sehr begrenzt. Ein Kernproblem liegt in der Methodik: Bestimmte Sektoren können deutlich höhere GARs aufweisen als andere. Das ist dann nicht der Fall, weil sie von Natur aus nachhaltiger sind, sondern einfach, weil die relevanten Daten in diesen Sektoren leichter verfügbar und überprüfbar sind.

Der Grundsatz „Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen“ (“Do No Significant Harm” – DNSH) nach der Taxonomieverordnung sollte angeschafft oder zumindest deutlich vereinfacht werden. In der Praxis scheitert die Bewertung wirtschaftlicher Tätigkeiten häufig nicht an der Art der Tätigkeit selbst, sondern an der Schwierigkeit, stichhaltige Nachweise für die Einhaltung des DNSH-Grundsatzes und des Mindestschutzes (Minimum Safeguards – MSS) zu erbringen.

Die übertrieben enge Auslegung des DNSH-Prinzips führt in der Praxis zu paradoxen Situationen, in denen Anlagen, die weithin als nachhaltig gelten, nach der Taxonomieverordnung als solche nicht eingestuft werden können. Ein gängiges Beispiel ist der Ausschluss von Photovoltaik-Großanlagen, die deshalb nicht als nachhaltig gelten, weil es für

bestimmte Materialien noch keine angemessenen Recyclingverfahren zum Ende ihrer Nutzungsdauer gibt.

Ebenso sollten die GAR- und BTAR-Meldepflichten aus den ESG-Meldepflichten der Säule 3 herausgenommen werden, da sie für das Risikomanagement nicht nützlich sind.

Die SFDR wird als Mittel zur Kennzeichnung und für das Marketing verwendet. Angesichts ihrer unbestimmten Definitionen führt dies zu Problemen. Es gibt Datenlücken in allen Bereichen der SFDR (PAI einschließlich für die DNSH-Bewertung, %TR-Anpassung, E/S-Beitrag für die Bewertung nachhaltiger Investitionen, Good Governance). Die Offenlegungsanforderungen sollten radikal vereinfacht werden, um so den Nutzen der Offenlegungen für die Anleger zu erhöhen und um unverhältnismäßig komplexe und nicht vergleichbaren Offenlegungen zu vermeiden.

Beispiel D: Zugang zu Finanzdaten (Financial Data Access – FiDA)

Die Verordnung über einen Rahmen für den Zugang zu Finanzdaten (FiDA) soll die gemeinsame Nutzung praktisch aller Arten von Finanzdaten im gesamten Finanzbereich verpflichtend möglich machen. Dies würde viel weiter gehen als Open Banking, das nur die gemeinsame Nutzung von Zahlungsdaten vorschreibt. Der formale Ansatz der vorgeschlagenen Verordnung besteht darin, eine größere Markttransparenz zu fördern. Der Vorschlag wird aber nicht durch eine klare Folgenabschätzung oder gut artikuliert Anwendungs-fälle gestützt. Die Kosten-Nutzen-Analyse ist nicht korrekt.

FIDA zielt darauf ab, die digitale Zukunft Europas zu fördern, indem sie Innovationen ermöglicht, die Verbraucher stärkt und die Position der EU in der globalen digitalen Wirtschaft verbessert. Die Schaffung europaweiter Datenräume erfordert eine kohärente Datennormung in allen Bereichen, zu denen auch die Finanzdienstleistungen gehören.

Diese Ziele und FIDA sind eine wesentlich, um eine datengesteuerte EU-Wirtschaft voranzubringen. Dennoch führt der jetzige Vorschlag zu Komplexitäten, die seine Vorteile voraussichtlich erheblich beschränken werden. Deshalb sollte er unter Berücksichtigung der nachstehenden Leitlinien überarbeitet/geändert werden.

Die Gefahr, dass Märkte durch regulatorische Fragmentierung segmentiert werden, ist ein großes Problem, das in den diskutierten Änderungen nur unzureichend adressiert wird. Was erforderlich ist, sind eine einheitliche Verwaltung und Standardisierungsverfahren. In einem zentralisierten Governance-Rahmen sollte die Entwicklung gemeinsamer technischer Standards, Zugangsregeln und Interoperabilitätsprotokolle überwacht werden.

Die Umsetzung sollte außerdem schrittweise und wirkungsorientiert erfolgen. Dabei sollte mit Datenkategorien begonnen werden, die bereits standardisiert und digitalisiert sind und häufig verwendet werden, wie z. B. Girokonten und Zahlungsdaten. Die

folgenden Phasen sollten von der Bewertung der technischen Bereitschaft, der Kundennachfrage und der operativen Durchführbarkeit abhängen.

Um die effektive Skalierung des Open-Finance-Ökosystems zu ermöglichen, sind der Umfang der Daten und die jeweiligen Kundensegmente klar zu definieren. Der Schwerpunkt sollte anfänglich auf Verbraucher- und KMU-Daten sowie auf den wichtigsten Finanzprodukten liegen. Der Ausweitung auf komplexere Datensätze, wie z. B. komplizierte Anlage- und strukturierte Kreditinformationen, sollte eine gründliche Bedarfs- und Bereitschaftsanalyse vorausgehen. Denn bereits die Zahlungsdiensterichtlinie (Payment Services Directive – PSD2) hat zu der wichtigen Erkenntnis geführt, dass eine Verordnung, die auf Anwendungsfälle im Privatkundenbereich abzielt, für große Unternehmen, die von maßgeschneiderten datengesteuerten Finanzdienstleistungen außerhalb des Privatkundenbereichs profitieren, nicht relevant ist.

Damit FIDA einen effizienten Rahmen bieten kann, wäre eine vom öffentlichen Sektor geleitete Versuchsplattform von großem Nutzen, die es dem Privatsektor ermöglicht, seine Innovationen in verschiedenen Stadien des Innovationsprozesses in Tech Sprints, digitalen Sandboxes und schließlich regulatorischen Sandboxes zu testen. Dies würde die Markteinführung von Open-Finance-Anwendungsfällen beschleunigen und der Europäischen Kommission helfen, die Machbarkeit bestehender Vorschriften zu verstehen.

Beispiel E: Digitale operationelle Resilienz (DORA)

Der Schutz kritischer Infrastrukturen ist von zentraler Bedeutung und bedarf einer Regulierung. Allerdings haben unterschiedliche Regelungsebenen auch hier zu einer Situation geführt, die aufgrund fehlender Koordinierung schwer zu handhaben und zu steuern ist. Banken in Deutschland unterliegen der KRITIS-Aufsicht durch das BSI und der nationalen Organisationsaufsicht durch die BaFin und die Bundesbank. Eine ähnliche Aufsicht mag auch in anderen EU-Mitgliedstaaten bestehen. Mit DORA kommt eine zusätzliche Regulierungsebene mit komplexen Dokumentationspflichten hinzu.

IV. Allgemeine Empfehlungen: Strategien gegen Überregulierung

Im Folgenden werden **sieben grundlegende Änderungen** des derzeitigen EU-Ansatzes zur Finanzmarktregulierung skizziert. Diese könnten zusätzlich zu den in den vorangegangenen Abschnitten angesprochenen Punkten zu einer kurzfristigen Vereinfachung und damit Verbesserung des EU-Regulierungsrahmens beitragen.

1. Regulierung im Einklang mit den Leitlinien für bessere Rechtsetzung!

Die EU-Leitlinien für Bessere Rechtsetzung (Better Regulation – BR) sollten sowohl bei der Ausarbeitung neuer Gesetzgebungsvorschläge als auch bei der Bewertung bestehender

Rechtsvorschriften beachtet werden. Die **Einhaltung der BR-Leitlinien sollte zum zentralen Kriterium** für neu erlassene Rechtsvorschriften werden. Es ist sicherzustellen, dass Rechtsvorschriften nur dann erlassen werden, wenn sie vernünftigerweise notwendig und auf die Erreichung der gewünschten politischen Ziele ausgerichtet sind.

In dieser Hinsicht ist es entscheidend, **solide Folgenabschätzungen** vorzunehmen, bei denen auf eine angemessene Berücksichtigung der politischen Optionen und der damit verbundenen Kosten und Vorteile für die Entwicklung wirksamer und gut koordinierter Rechtsvorschriften geachtet wird. Diese Abschätzungen sind in den BR-Anforderungen zwar enthalten, werden bisher jedoch nicht immer auf einer soliden, faktengestützten Grundlage durchgeführt, um die politischen Entscheidungen zu untermauern.

2. Jeder Regulierer sollte sich strikt auf seine Aufgaben und Befugnisse beschränken!

Die Aufteilung der Zuständigkeiten bei der europäischen Regulierung sollte wieder an das *Lamfalussy*-Verfahren angepasst werden. Die EU-Mitgesetzgeber sollten sich also auf wesentliche gesetzgeberische Funktionen auf EU-Ebene beschränken. Die ESAs sollten die Rechtsvorschriften der Stufen 2 und 3 in Form von Umsetzungsvorschriften und Leitlinien formulieren, während der Einheitliche Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) und die nationalen Aufsichtsbehörden sich darauf konzentrieren sollten sicherzustellen, dass die Rechtsvorschriften von den beaufsichtigten Unternehmen wirksam angewendet und durchgesetzt werden.

Zusätzlich zu den in den Abschnitten II und III geäußerten Bedenken zeigt die derzeitige hohe Anzahl von Finanzmarktregulierungen auf sekundärer Ebene, dass die **ESAs** mit ihren Regulierungsmandaten **überfordert sind**. Die Koordinierung mit den anderen horizontalen Regulierungsbehörden (z.B. anderen Behörden) haben sie praktisch eingestellt.

Noch besorgniserregender sind **nicht vorgesehene Selbstermächtigungen**. So führt die EZB beispielsweise Leitlinien ohne formelles rechtliches Mandat ein, die mit allen anderen Rechtsebenen kumulieren und zusätzliche (de facto harte) Anforderungen in Form von aufsichtsrechtlichen Erwartungen schaffen. Hierdurch wird ein ohnehin schon komplexer Rahmen noch komplexer und schafft manchmal sogar Erwartungen, die nicht mit den bestehenden Anforderungen in anderen Rechtsquellen übereinstimmen.

Als weiteres Problem im Zusammenhang mit der Abgrenzung zwischen Stufe-1- und Stufe-2-Vorgaben ist die neue Entwicklung anzusehen, wonach Unternehmen **Stufe-1-Vorgaben schon dann umsetzen sollen, wenn die erforderlichen Stufe-2-Durchführungsvorschriften noch nicht fertig sind** (z. B. EMIR 3, SFDR usw.). Die entsprechende neue Erwartung der Regulierungsbehörden führt zu einer unnötigen Vervielfachung der Umsetzungsarbeit und der Kosten für die Unternehmen. Um solche Situationen zu vermeiden, sollte im Text der Stufe 1 festgelegt werden, dass neue Verpflichtungen, die die

Entwicklung von Durchführungsvorschriften (Stufe 2) erfordern, erst nach einer angemessenen Umsetzungsfrist (je nach Art der neuen Verpflichtung und des erwarteten Umsetzungsaufwands) nach der Veröffentlichung der entsprechenden Stufe-2-Vorschriften im EU-Amtsblatt in Kraft treten sollten.

Die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Finanzindustrie würde profitieren, wenn es im EU-Raum ein einheitliches Rechtssystem für den Finanzbereich in Bezug auf Eigenmittel und Liquidität gäbe und wenn das „**Goldplating**“ von EU-Standards durch nationale Regulierungsbehörden entfiere (zunächst in der Eurozone und dann unmittelbar im Rest der EU/EWR, da das nationale „Goldplating“ ein maßgebliches Problem darstellt).

Dies bedeutet nicht, dass alle nationalen Eigenheiten aufgegeben werden. Bei den Eigenmittelanforderungen könnte der Gesetzgeber z. B. berücksichtigen, dass einige dieser Anforderungen nur für Banken relevant sind, die auf nationalen oder grenzüberschreitenden Märkten tätig sind, während andere zusätzlich für nur regional tätige Banken relevant sind. Die Marktdefinitionen der Europäischen Kommission in Zusammenschlussfällen (siehe [hier](#)) könnten Anhaltspunkte für die Einordnung liefern. Dementsprechend könnten die Kapitalanforderungen für lokale Geschäfte im Vergleich zu denen für nationale/grenzüberschreitende Geschäfte vereinfacht werden.

3. Regulatorische Flexibilität zur Anpassung an sich ändernde Prioritäten und Märkte

Der derzeitige Rahmen der Finanzmarktregulierung ist zu starr, um den sich wandelnden politischen Prioritäten und Marktveränderungen Rechnung zu tragen. Eine Lösung bestünde darin, dafür zu sorgen, dass die Rechtstexte der **Stufe 1** in größerem Umfang auf **allgemeinen Prinzipien** statt auf direkt durchsetzbaren Vorschriften beruhen. Wenn jedoch allgemeine Rechtsklauseln verwendet würden, wäre es umso notwendiger, dass die Stufe-1-Regelung **klare Grenzen für die Stufe-2-Mandate** setzt.⁶

Dies würde eine grundlegende Änderung der EU-Finanzmarktregulierung erfordern. Wie *John Berrigan*, Generaldirektor der Europäischen Kommission für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion, betonte:

*“Simplification is not only about changing rules and procedures. It is fundamentally about **changing the mindset** of all those involved in building the regulatory framework.”*

Die Regelsetzer müssen sich darüber im Klaren sein, dass ihre Vorschriften so gestaltet werden sollten, dass sie in der Anwendung möglichst wenig belastend sind.

⁶ Siehe in diesem Zusammenhang: EFR-Papier zu den Grundprinzipien; <https://www.efr.be/news/efr-paper-on-core-principles-for-policy-making-in-the-next-european-legislative-cycle/>.

4. Globale Regulierungsfragen sollten auf die globale Ebene gehoben werden!

Themen mit **globalen Auswirkungen** wie Klima/ESG **sollten von der EU auf globaler Ebene adressiert werden**, um eine globale Angleichung zu erreichen und die Fragmentierung zu verringern. Beispielhaft ist hier die Finanzkrise anzuführen: In diesem Kontext wurden umfangreiche Regulierungsreformen zur Bankenstabilität (Basel/CRD/R) und zu Derivaten (EMIR, Dodd Frank) vorgenommen. Obwohl sich die Regulierungsansätze der verschiedenen Rechtsordnungen unterscheiden, ist die allgemeine politische Ausrichtung einheitlich. Die EU ist weltweit führend im Bereich der nachhaltigen Finanzwirtschaft. Dies ist zwar löblich, aber zur Realität gehört auch, dass wir fragmentierte und oft doppelte Rahmenwerke haben, die einzuhalten sind, um Zugang zum Markt zu erhalten. Dies ist oft mit erheblichen Kosten und operativer Komplexität verbunden.

5. (Weiter-) Entwicklung fördernder Regulierung (*enabling regulation*) zur Vereinfachung von Innovationen!

Die EU sollte im Rahmen ihres Pakets zur digitalen Vereinfachung die Gelegenheit nutzen, ihren **Ansatz zur Regulierung neuer Technologien (KI usw.) zu verfeinern** und Innovationen zu fördern. Derzeit regelt das KI-Recht bestimmte Anwendungsfälle auf der Grundlage wahrgenommener und nicht tatsächliche Risiken, die von den Anwendungsergebnissen ausgehen. Ein risikobasierter Ansatz ist zwar sinnvoll, er kann aber unverhältnismäßige Verpflichtungen für solche Anwendungsfälle auferlegen, die in der Praxis keine nennenswerten Risiken generieren. Die EU sollte vielmehr Innovation und Wachstum fördern. Hierzu sollte sie einen flexibleren, technologieneutralen und prinzipienbasierten Ansatz für die KI-Regulierung verfolgen und dabei sicherstellen, dass ihr Ansatz mit ihrer Agenda für Wettbewerbsfähigkeit vereinbar ist.

6. Anerkennung der Wettbewerbsfähigkeit als weiteres Regulierungsziel!

Im Einklang mit dem *Lamfalussy*-Prozess konzentrierte sich die Finanzmarktregulierung bisher auf die Überwindung von Marktfragmentierung und die Entwicklung des EU-Binnenmarktes. Mittlerweile wäre aber zu überlegen, in das Mandat der ESAs als Nebenziel das **Wachstum und die internationale Wettbewerbsfähigkeit** des Finanzbereichs aufzunehmen. Vorbehaltlich der Anpassung an einschlägige internationale Standards dürfte dies zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit und zum Wachstum der EU beitragen.

Im Vereinigten Königreich ist das sekundäre Ziel der Förderung von Wachstum und internationaler Wettbewerbsfähigkeit hilfreich für die Branche, um auf Änderungen an komplexen und unverhältnismäßigen Vorschriften zu drängen (z. B. die MiFID-II-Vorschriften für Rechtswahlexperten aus internationaler Sicht), und hat bereits zu Änderungen im Regulierungsansatz der Financial Conduct Authority (FCA) geführt.

7. Berücksichtigung von Marktveränderungen auch in der Aufsicht!

Um den Druck sowohl auf die Aufsichtsbehörden als auch auf die Unternehmen des Finanzbereichs zu verringern, muss Rechtssicherheit gewährleistet werden. Das gilt insbesondere, wenn die Fristen für Entscheidungen zu knapp für eine gründliche Bewertung sind oder in Übergangsphasen. **Dort, wo detaillierte Regeln** für die Bewältigung dieser Art von Herausforderungen **fehlen**, sollten die Aufsichtsbehörden **erwägen, die Durchsetzung von Regeln auszusetzen** und ausdrücklich zu erklären, dass gegen bestimmte Verhaltensweisen unter den gegebenen Umständen keine Maßnahmen ergriffen werden. Dieser Ansatz würde den Marktteilnehmern in Zeiten regulatorischer Unsicherheit oder bei neuen Produkten oder Geschäftsmodellen Klarheit verschaffen.

No-Action Letters sind ein gängiges Instrument in den USA – insbesondere bei der Securities and Exchange Commission (SEC) und der Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Unternehmen bzw. Marktteilnehmer können einen No-Action-Letter beantragen, in dem die Behörde erklärt, dass sie im konkreten Fall nicht tätig werden wird. In der EU-Finanzmarktregulierung (z.B. durch ESMA, EBA, EIOPA oder nationale Aufsichtsbehörden wie BaFin, AMF, FCA) gibt es, soweit bekannt, kein förmliches vergleichbares Instrument zu den US-No-Action Letters. Allenfalls sind bisher *ad hoc* vergleichbare Maßnahmen ergriffen worden, die in einen allgemeinen Rahmen integriert werden müssen und kodifiziert werden sollten. Dies gilt insbesondere für „Aufsichtsmitteilungen“ oder Mitteilungen zu fehlenden Durchsetzungsprioritäten. Diese Erklärungen sind derzeit nicht rechtsverbindlich, geben aber zumindest wichtige praktische Hinweise. (Beispiel: ESMA oder nationale Aufsichtsbehörden geben an, dass sie vorübergehend von der Durchsetzung bestimmter Vorschriften absehen oder diese unter Proportionalitätserwägungen anwenden werden - zum Beispiel bei der Einführung neuer Regelungen (z.B. MiFID II, SFDR, EMIR). Dies ist nicht ausreichend, aber indiziert geeignete Optionen.

Roland Koch

Thomas Weck

Julia Redenius-Hövermann

Andrea Diefenhardt

Max Jager

Frankfurt Competence Centre for German and Global Regulation (FCCR) an der Frankfurt School of Finance and Management

Prof. Dr. h.c. mult. Roland Koch ist Professor of Management Practice in Regulated Economy and Director of the FCCR.

Prof. Dr. Julia Redenius-Hövermann ist Professorin für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht und Direktorin des FCCR.

Prof. Dr. Andrea Diefenhardt ist Professor of Law (Education) und Mitglied des FCCR.

Prof. Dr. Maximilian Jager ist Assistant Professor für Finance und Mitglied des FCCR.

Prof. Dr. Thomas Weck ist Associate Professor für Öffentliches Recht, Regulierungsrecht und Rechtsvergleichung und Mitglied des FCCR.

Erklärung zu Interessenkonflikten

Wir erklären, dass das FCCR regelmäßig Finanzmittel von Unternehmen erhält, die der EU-Finanzregulierung unterliegen, obwohl das gegenüber den Förderpartnern unabhängig ist. Wir erklären ferner, dass dieses Papier unter Mitwirkung von Förderpartnern und anderen regulierten Unternehmen sowie von Rechtsdienstleistern und Mitgliedern öffentlicher Einrichtungen verfasst wurde.

Die Unterzeichner.

* * *